

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Hodnocení finanční výkonnosti moderními metodami

Assessing Financial Performance by Modern Methods

Student:	Bc. Edita Juříčková
Vedoucí diplomové práce:	Ing. Jiří Valecký, Ph. D.

Ostrava 2014

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Edita Juříčková**
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**
Studijní obor: **6202T010 Finance**
Specializace: **00 Finance**
Téma: **Hodnocení finanční výkonnosti moderními metodami**
Assessing Financial Performance by Modern Methods

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Charakteristika finanční výkonnosti
 3. Charakteristika metod hodnocení výkonnosti
 4. Hodnocení finanční výkonnosti podniku
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 3. vyd. Praha: C. H. Beck, 2010. 811 s. ISBN 978-80-7400-194-9.
- MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- VIEBIG, J., T. PODDIG and A. VARMAZ. *Equity valuation: models from leading investment banks*. Chichester: Wiley, 2008. 409 s. ISBN 978-0-470-03149-0.

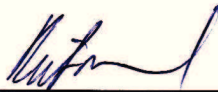
Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

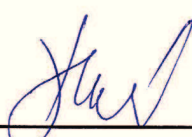
Vedoucí diplomové práce: **Ing. Jiří Valecký, Ph.D.**

Datum zadání: 22.11.2013

Datum odevzdání: 25.04.2014




Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry


prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1, 2 a 3 jsem samostatně upravila a doplnila.

V Ostravě dne 25. 4. 2014

.....*Juříčková*.....

Bc. Edita Juříčková

Chtěla bych poděkovat vedoucímu diplomové práce Ing. Jiřímu Valeckému, Ph.D. za odborné vedení a připomínky při zpracování diplomové práce.

Moje poděkování patří také Ing. Kateřině Červenclové, hlavní ekonomce ZS Bohuslavice, a.s., za vstřícný přístup a poskytnutí potřebných interních informací.

OBSAH

1	ÚVOD.....	5
2	CHARAKTERISTIKA FINANČNÍ VÝKONNOSTI	7
2.1	FINANČNÍ ŘÍZENÍ A ROZHODOVÁNÍ PODNIKU	7
2.2	FINANČNÍ VÝKONNOST PODNIKU	7
2.2.1	Pojetí finanční výkonnosti	8
2.2.2	Faktory ovlivňující výkonnost podniku	9
2.2.3	Vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti	10
3	CHARAKTERISTIKA METOD HODNOCENÍ VÝKONNOSTI	13
3.1	SROVNÁNÍ TRADIČNÍCH A MODERNÍCH METOD HODNOCENÍ VÝKONNOSTI	13
3.2	EKONOMICKÁ PŘIDANÁ HODNOTA	15
3.2.1	Vymezení čistých operativních aktiv NOA	17
3.2.2	Vymezení čistého operativního zisku NOPAT	20
3.2.3	Vymezení nákladů kapitálu	22
3.2.4	Pyramidový rozklad ukazatele EVA a metody analýzy odchylek	29
3.2.5	Možnosti zvýšení hodnoty ukazatele EVA	32
3.3	RENTABILITA ČISTÝCH AKTIV	32
3.4	CASH FLOW RENTABILITA HRUBÝCH AKTIV	33
3.5	RENTABILITA INVESTIC ZALOŽENÁ NA PENĚŽNÍCH TOCÍCH	33
3.5.1	Brutto investiční báze	35
3.5.2	Brutto cash flow	36
3.5.3	Doba ekonomické životnosti	36
4	HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU	37
4.1	PŘEDSTAVENÍ SPOLEČNOSTI	37
4.2	ANALÝZA VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI POMOCÍ TRADIČNÍHO UKAZATELE ROE ...	39
4.3	ANALÝZA VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI POMOCÍ UKAZATELE EVA	41
4.3.1	Vymezení čistých operativních aktiv (NOA)	41
4.3.2	Vymezení operačního výsledku hospodaření NOPAT	46
4.3.3	Vymezení nákladů kapitálu	51
4.3.4	Zhodnocení finanční výkonnosti pomocí EVA-Entity	57
4.4	RENTABILITA ČISTÝCH AKTIV (RONA)	60
4.5	PYRAMIDOVÝ ROZKLAD EVA	60
4.6	RENTABILITA HRUBÝCH AKTIV (CROGA)	62
4.7	ANALÝZA VÝKONNOSTI SPOLEČNOSTI PROSTŘEDNICTVÍM UKAZATELE CFROI ..	63
4.7.1	Doba ekonomické životnosti	63
4.7.2	Brutto investiční báze (BIB)	64
4.7.3	Brutto cash flow (BCF)	66
4.7.4	Zhodnocení ukazatele CFROI	67
4.8	ZHODNOCENÍ VÝSLEDKŮ A DOPORUČENÍ PRO ZVÝŠENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI ..	69
5	ZÁVĚR.....	75
	SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	78
	SEZNAM ZKRATEK.....	80

PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE
SEZNAM PŘÍLOH

1 ÚVOD

Mezi hlavní cíle finančního řízení podniku patří zvyšování jeho finanční výkonnosti. Výkonnost podniku lze měřit mnoha odlišnými metodami, které se liší ve složitosti matematického i teoretického postupu. V období působení hospodářské krize, globalizačních trendů a zvyšování konkurence se pozornost všech manažerů ubírá k výkonnosti, především k moderním měřítkům hodnocení finanční výkonnosti. V této turbulentní době se nelze zaměřovat pouze na tradiční ukazatele výkonnosti, ale je nutné využít moderních ukazatelů výkonnosti, které poskytují rychlejší a přesnější informace pro řízení. Značná část moderních ukazatelů finanční výkonnosti se porovnává s průměrnými celkovými váženými náklady na kapitál, toto porovnání je hlavním bodem zájmu investorů a vlastníků společností. Je žádoucí, aby výkonnost byla vyšší než náklady na kapitál.

Cílem diplomové práce je zhodnocení finanční výkonnosti společnosti ZS Bohuslavice, a.s., pomocí vybraných moderních metod měření výkonnosti podniku. Zvolenými metodami pro hodnocení podniku je ekonomická přidaná hodnota (*EVA*), rentabilita čistých aktiv (*RONA*), cash flow rentabilita hrubých aktiv (*CROGA*) a rentabilita investic založená na peněžních tocích (*CFROI*). Pro hodnocení finanční výkonnosti společnosti ZS Bohuslavice je zvoleno čtyřleté období od 1. ledna 2009 do 31. prosince 2012.

Práce je rozdělena na teoretickou a praktickou část. Teoretická část je obsažena ve druhé a třetí kapitole. Ve druhé kapitole je obecně popsána finanční výkonnost podniku, nejprve jsou popsána jednotlivá pojetí finanční výkonnosti, poté jsou definovány faktory ovlivňující výkonnost a rozebrán vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti od účetních metod po metody tržní. Ve třetí kapitole jsou specifikovány moderní metody hodnocení finanční výkonnosti a je provedeno srovnání tradičních a moderních metod hodnocení výkonnosti. Dále je definována ekonomická přidaná hodnota, rentabilita čistých aktiv, cash flow rentabilita hrubých aktiv, rentabilita investic založená na peněžních tocích a je vysvětlen postup jejich výpočtu.

Čtvrtá kapitola je již zaměřena na praktickou část práce. V úvodu této kapitoly je představena analyzovaná společnost a společnost je zhodnocena pomocí tradičního ukazatele rentability vlastního kapitálu. Následně je vypočítána a zhodnocena výše ekonomické přidané hodnoty, rentability čistých aktiv a proveden pyramidový rozklad

ekonomické přidané hodnoty. Poté je vypočtena a zhodnocena cash flow rentabilita hrubých aktiv a rentabilita investic založená na peněžních tocích. V poslední části kapitoly je provedena analýza výsledků dle moderních měřítek hodnocení finanční výkonnosti a dále jsou navržena možná opatření pro zvýšení finanční výkonnosti společnosti.

Závěr diplomové práce je zaměřen na nejdůležitější skutečnosti získané z analýzy finanční výkonnosti pomocí moderních měřítek.

2 CHARAKTERISTIKA FINANČNÍ VÝKONNOSTI

Tato kapitola je věnována charakteristice finanční výkonnosti podniku. Nejprve je popsáno finanční řízení a rozhodování podniku. V následující podkapitole je pozornost soustředěna na finanční výkonnost podniku, je nastíněna historie a současnost měření finanční výkonnosti a také jsou vysvětleny různé pohledy na finanční výkonnost. Dále jsou charakterizovány faktory, které ovlivňují finanční výkonnost podniku. V závěru kapitoly je zachycen vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti. V kapitole jsou použity jako hlavní zdroje Dluhošová (2010), Pavelková (2009) a Šulák (2003).

2.1 Finanční řízení a rozhodování podniku

Finanční řízení a rozhodování je důležitou součástí všech aktivit podniku a je nedílným prvkem celkového řízení podniku. Finance jsou charakteristické tím, že plní syntetickou roli, za pomoci finančních prostředků je možné převést různé aktivity na společného jmenovatele a porovnávat jednotlivé podnikové činnosti. Finanční řízení a rozhodování je velmi dynamické, je třeba řídit a regulovat strategické, taktické i operativní dimenze a proměnlivost v čase.

Finanční řízení znamená udržení rovnováhy mezi finanční výkonností (rentabilitou), kapitálovou strukturou (zadlužeností) a solventností (likviditou). Důležitou úlohou finančního managementu je plánování tvorby a užití finančních prostředků pro dosažení cíle podniku. Hlavním dlouhodobým cílem finančního řízení podniku je růst hodnoty firmy a zvyšování finanční výkonnosti firmy.

2.2 Finanční výkonnost podniku

Výkonnost ve své publikaci definuje Šulák (2005, str. 7) takto: „*Pojem výkonnost je většinou vymezen jako schopnost firmy (podnikatelského subjektu) nejlépe zhodnotit investice vložené do jeho podnikatelských aktivit.*“

Finanční výkonnost podniku úzce souvisí s mírou využití konkurenční výhody a atraktivností pro investory. Při současných turbulentních změnách podnikatelského prostředí je nutné dlouhodobě udržet konkurenční výhodu. Pro zvyšování výkonnosti podniku je třeba její řízení za pomoci opakujícího se měření. Hledisko finanční síly pomáhá určit silné a slabé stránky podniku pro stanovení efektivní podnikatelské strategie, je podstatné také pro investiční rozhodnutí, financování a dividendovou politiku. V předchozích obdobích došlo

k vytvoření široké škály kritérií (Tab. 2.1), s jejichž pomocí je možné sledovat výkonnost podniku z pohledu vlastníků.

Tab. 2.1 Historický vývoj měření výkonnosti

Období	Historie	80. léta	90. léta	Současnost
Hlavní kritérium	Zisková marže	Maximalizace zisku	Výnosnost kapitálu (<i>ROI, ROE</i>)	Tvorba hodnoty pro vlastníky (<i>EVA, CFROI, FCF</i>)

Zdroj: Pavelková (2009, str. 14)

Současným trendem v oblasti řízení výkonnosti je koncept Value Based Management, tedy teorie řízení hodnoty. Při aplikaci této koncepce je nutné dbát na hledisko čisté současné hodnoty firmy a její maximalizaci pro vlastníky společnosti. Záměrem je sjednotit cíle, strategie a rozhodování managementu se zájmy akcionářů (Shareholder Value). Firma je ale svázána s mnoha zájmy různých zainteresovaných stran neboli Stakeholders. Mezi ně patří akcionáři (Shareholders), potenciální investoři, zaměstnanci, zákazníci, dodavatelé, věřitelé a další. Správné využití teorie řízení hodnoty spočívá v dlouhodobé maximalizaci Shareholder Value, což vede ke zvýšení Stakeholder Value.

Hodnota firmy je ale pro jednotlivé Stakeholders rozdílná, každý porovnává hodnotu firmy podle toho, co investoval a srovnává ji s alternativními možnostmi. Nejprve jsou vždy odměňováni Stakeholders tržní cenou a až zbývající část nerozdělené hodnoty firmy patří vlastníkům. Shareholders nesou největší část rizika a očekávají tedy určitý výnos, který by se měl rovnat minimálně výnosu alternativní, stejně rizikové, investice. Pokud je výnos nižší a neexistuje možnost zvýšení, měl by vlastník podnikání opustit a investovat do alternativy. Pouze firma, která uspokojuje nároky vlastníků, může dlouhodobě existovat a přinášet užitek Stakeholders.

2.2.1 Pojetí finanční výkonnosti

Při hodnocení výkonnosti podniku nezáleží jen na dobrých ekonomických výsledcích, ale jde také o to, že každý subjekt trhu ji hodnotí z různých hledisek. Rozdílný pohled je patrný zejména u vlastníků, manažerů a zákazníků podniku. Zákazník shledává jako výkonnou firmu tu, která dokáže předvídat jeho potřeby a přání v okamžiku jejich

vzniku a je schopna mu nabídnout kvalitní zboží za cenu přiměřenou jeho ochotě za uspokojení potřeby zaplatit. V případě zákazníka jsou měřítkem výkonnosti kvalita, dodací lhůta a cena.

Pro manažera je výkonnost firmy vysoká, pokud firma prosperuje, tedy má stabilní podíl na trhu, věrné zákazníky, nízké náklady, vyrovnané cash flow a rentabilní a likvidní hospodaření. Taková firma je schopna posilovat konkurenceschopnost a atraktivitu pro investory. Měřítky výkonnosti jsou v tomto případě rychlost reakce na změny vnějšího prostředí a využití nových podnikatelských příležitostí. Pro vlastníky je důležité zhodnotit kapitál vložený do podniku. Výkonný je podle nich podnik, který je schopen zajistit toto v co nejvyšší možné míře a co nejkratším čase. Výkonnost lze z jejich pohledu charakterizovat pomocí návratnosti investice (*ROI*), ekonomické přidané hodnoty (*EVA*) a hodnoty firmy (cena akcie).

2.2.2 Faktory ovlivňující výkonnost podniku

Pro dosažení prosperity podniku v současné globalizované době jsou zásadní tři požadavky:

- rozvoj efektivního marketingu,
- zajištění srovnatelné výrobní základny s konkurenty,
- vyhledávání a tvorba konkurenčních výhod za pomoci inovační politiky.

Efektivní marketing úzce souvisí s růstem produkce firem a s nedostatečnou spotřební silou trhu. Většina trhů je zatížena hyperkonkurencí a trvalé snižování cen zdaleka není smysluplné a nelze jej pokládat za konkurenční výhodu. Z tohoto důvodu roste potřeba efektivního marketingu a přiměřených nákladů na něj.

Druhý požadavek souvisí se zeštíhlováním výroby ve směru k hospodárnosti a přizpůsobení se konkurenční cenové hladině. Důležitý je také čas v podobě pružnosti, pohotovosti a reakce na požadavky zákazníků. Třetí požadavek spočívá v tipování a vyhledávání tržních segmentů za pomoci inovační politiky s důrazem na vyvolávání a uspokojení nových potřeb zákazníků. Pro existenci této schopnosti je potřebné proinovační klima a trvalé zlepšování.

2.2.3 Vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti

Měření výkonnosti prodělává stálý vývoj, dochází k přechodu od tradičních účetních ukazatelů k ukazatelům, které výkonnost vyjadřují jako změnu hodnoty určené pomocí cen generovaných na trzích. Metody hodnocení výkonnosti je možné podle síly vlivu působení finančních trhů a míry přechodu od účetních k tržním hodnotovým kategoriím rozčlenit na tři skupiny: účetní ukazatele, ekonomické ukazatele a tržní ukazatele.

Existuje ještě další skupina ukazatelů nazývaných value drivers. Jedná se o základ podnikové výkonnosti, jelikož se jedná o predikční ukazatele výkonnosti. U podniků existuje silná potřeba porozumět vývoji podniku v budoucnosti. Existují i tzv. klíčové ukazatele, které jsou specifické pro každé odvětví a jsou buď operativní, nebo strategické. Value drivers je nezbytné stanovit a modifikovat pro každou společnost samostatně.

1. Účetní ukazatele výkonnosti

Od poloviny 80. let 20. století se pro měření výkonnosti používaly účetní ukazatele založené na účetním zisku, který však nevyjadřuje schopnost podniku vytvářet hotovostní toky. Problémem bylo také to, že nejpoužívanější ukazatel čistého zisku *EAT* nedokáže oddělit základní a mimořádné výsledky. Postupným nahrazením *EAT* ziskem před zdaněním a úroky *EBIT* a ziskem před úhradou úroků, daní a odpisů *EBITDA* došlo k redukci vlivu mimořádných výnosů a nákladů. Mezi hlavní ukazatele z této kategorie patří ukazatel čistého zisku na jednu akcii *EPS*, ukazatel rentability vlastního kapitálu *ROE*, ukazatel rentability dlouhodobě investovaného kapitálu *ROCE* a ukazatel rentability aktiv *ROA*.

Čistý zisk na akcii

Tento ukazatel vyjadřuje čistý zisk připadající na jednu kmenovou akcii. Snaha o zlepšení hodnoty ukazatele může způsobit, že se podnik pomocí metodologických účetních postupů snaží zvýšit zisk po zdanění. Lze jej zvýšit pomocí většího podílu cizích zdrojů nebo zvýšením zisku se stejným podílem vlastního kapitálu. Ukazatel je využíván investory na kapitálových trzích.

Rentabilita vlastního kapitálu

ROE sledují velmi pozorně akcionáři, společníci a další investoři. Tímto ukazatelem se zjišťuje, zda investovaný vlastní kapitál přináší dostatečný výnos a zda je odpovídající velikosti investičního rizika. Výsledek udává, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu

akcionářem investovaného kapitálu. Důležitým požadavkem investora na tento ukazatel je, aby byl vyšší než úroková sazba, kterou by obdržel při alternativní formě investování (například do dluhopisů a jiných dlouhodobých cenných papírů). Ukazatel *ROE* lze vypočítat podle vzorce:

$$ROE = \frac{EAT}{E}, \quad (2.1)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *E* je vlastní kapitál.

Rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu

Ukazatel *ROCE* slouží k hodnocení dlouhodobého investování a vyjadřuje efektivnost hospodaření společnosti. V čitateli je zisk před zdaněním a úroky a ve jmenovateli není pouze vlastní kapitál, jak je tomu u *ROE*, ale objevují se zde dlouhodobé dluhy (což jsou emitované obligace a dlouhodobé bankovní úvěry), protože do investovaného kapitálu se započítávají jak prostředky od akcionářů, tak částky dlouhodobě vložené věřiteli. Ukazatel se uplatňuje také v mezipodnikovém srovnávání.

Rentabilita aktiv

Ukazatel rentability aktiv je považován za podstatné měřítko výnosnosti, poměřuje zisk před úhradou úroků a daní s celkovými aktivy bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou aktiva financována a tedy odráží celkovou výnosnost kapitálu. Nevýhodou ovšem je, že nebere v úvahu náklady na kapitál, ani velmi vysoké hodnoty *ROA* nemusí znamenat zvýšení hodnoty firmy.

2. Ekonomické ukazatele výkonnosti

Tato skupina ukazatelů vznikla v souvislosti s poznáním, že rentabilita nemusí plně souviset s tvorbou hodnoty pro vlastníky. Pro stanovení hodnoty je nutné výnosy porovnat s náklady na kapitál. Pokud jsou známy náklady na celkový kapitál *WACC*, je možné určit, zda byla hodnota vytvořena nebo zničena. Při výpočtu těchto ukazatelů je zohledněn faktor času i rizika. Základními ukazateli jsou čistá současná hodnota *NPV*, ekonomická přidaná hodnota *EVA* a rentabilita investic založená na peněžních tocích *CFROI*.

Čistá současná hodnota

Ukazatel *NPV* říká, zda realizací projektu dojde k navýšení majetku. Lze říci, že jde o rozdíl mezi současnou hodnotou volných peněžních toků a počátečním jednorázovým

výdajem. Nedostatkem ukazatele je ale to, že je nutné odhadnout volné finanční toky na několik budoucích období, což je mimořádně obtížné pro externí analytiku. Vlastník chce ze své investice získat více, než do ní musel vložit, *NPV* musí být tedy větší než 0. Pro dosažení maximální výkonnosti podniku je nutné maximalizovat čistou současnou hodnotu.

Ekonomická přidaná hodnota *EVA* a ukazatel rentability investic založené na peněžních tocích *CFROI* budou blíže popsány v kapitole 3.

3. Tržní ukazatele výkonnosti

U této skupiny ukazatelů je zřejmá velká citlivost na vývoj akciového trhu a výkonnost podniku je hodnocena z pohledu trhu. Do této skupiny patří ukazatel tržní přidaná hodnota *MVA* a ukazatel tržní výnos akciového kapitálu *TSR*.

Tržní přidaná hodnota

Tento ukazatel pochází z autorské dílny společnosti Stern Stewart. Pokud celková tržní hodnota podniku je vyšší než množství do něj investovaného kapitálu, potom se podniku podařilo vytvořit akcionářskou hodnotu, rozdíl se nazývá tržní přidaná hodnota. V opačném případě dojde ke zničení akcionářské hodnoty.

Ukazatel *MVA* lze považovat za nejpresnější měřítko podnikem vytvořeného bohatství, protože kurz akcií na efektivním akciovém trhu reflektuje všechny podstatné veřejně dostupné informace. Podnik tedy vytváří akcionářskou hodnotu, je-li *MVA* větší než 0, celková tržní hodnota převyšuje množství investovaného kapitálu. Ukazatel *MVA* a *EVA* se týkají stejné oblasti, rozdíl je v tom, že *EVA* hodnotí úspěšnost podniku z pohledu podniku a *MVA* ji hodnotí z pohledu trhu.

Tržní výnos akciového kapitálu

Tento ukazatel je vyjádřen relativně jako součet dividendového výnosu a kapitálového výnosu. Jde o výnos, který obdrží investor z koupě akcií. V podstatě *TSR* odpovídá vnitřnímu výnosovému procentu a v podniku ovlivňuje rentabilitu existujících aktiv, růst, náklady na kapitál a volné CF.

Problémem dvou předchozích ukazatelů je fakt, že mohou indikovat ničení hodnoty z důvodu předpokladu investorů na pokles budoucích zisků, i když výnos kapitálu je vyšší než náklady kapitálu. Dalším nedostatkem ukazatelů je jejich silná ovlivnitelnost tržní volatilitou a nepoužitelnost pro nekótované společnosti.

3 CHARAKTERISTIKA METOD HODNOCENÍ VÝKONNOSTI

V této kapitole je pozornost soustředěna na moderní metody hodnocení finanční výkonnosti podniku. Nejprve jsou definovány výhody a nevýhody tradičních a moderních metod hodnocení výkonnosti. Následně jsou charakterizovány vybrané moderní metody hodnocení výkonnosti, jde o ekonomickou přidanou hodnotu *EVA*, rentabilitu čistých aktiv *RONA*, cash flow rentabilitu hrubých aktiv *CROGA* a rentabilitu investic založenou na peněžních tocích *CFROI*. Hlavními použitými zdroji v kapitole jsou Dluhošová (2010), Pavelková (2009), Kislingerová (2007), Mařík (2005) a Viebig (2008).

3.1 Srovnání tradičních a moderních metod hodnocení výkonnosti

V současnosti je veden spor o to, které metody jsou vhodnější k hodnocení výkonnosti podniku. Mezi ekonomy se často mluví o tzv. válce ukazatelů, klasické (tradiční) ukazatele z oblasti finanční analýzy versus moderní ukazatele na bázi hodnotového řízení. Nyní budou uvedeny hlavní výhody a nevýhody obou skupin ukazatelů.

Finanční výkonnost podniku je možné posoudit pomocí finanční analýzy. Informace z finanční analýzy lze použít pro:

- hodnocení minulé a současné finanční výkonnosti společnosti,
- odhad budoucího předpokládaného ekonomického vývoje,
- ekonomické zdůvodnění podnikatelských projektů pro statutární orgány nebo banky.

Finanční analýza poskytuje informace o citlivosti podnikatelských strategií k rizikovým faktorům. Finanční analýza umožňuje objektivní pohled na potenciální růst výkonnosti firmy, zhodnocuje míru zranitelnosti, popisuje míru adaptability a flexibility a označuje rizika vyplývající z dosavadního fungování firmy. Hlavním nedostatkem finanční analýzy je fakt, že vychází z účetních údajů, které informují o minulém vývoji firmy.

Účetní údaje jsou zatíženy zejména dvěma nedostatky. Prvním nedostatkem je možnost ovlivňovat výši vykazovaného zisku pomocí legálních účetních postupů, druhým nedostatkem je nezohledňování časové hodnoty peněz, rizika a nákladů obětované příležitosti. Dalším problémem u tradičních metod hodnocení výkonnosti je např. nezahrnování hmotného majetku, který není ve vlastnictví podniku, ale je používán

k podnikání nebo nezařazení nehmotných aktiv, protože jejich přínos je těžko kvantifikovatelný (dodavatelsko-odběratelské vztahy, kvalifikovaní zaměstnanci).

V současnosti se provádí měření výkonnosti podniku z pohledu zvýšení jeho hodnoty. Vlivem ekonomických změn (liberalizace, globalizace, rozvoj vědeckotechnických poznatků, hyperkonkurence aj.) dochází k trendu měřit výkonnost ve smyslu maximalizace hodnoty pro akcionáře. Daný trend pochází ze zemí s nejvyspělejším kapitálovým trhem. Jedná se o měření finančního typu, jelikož finance poskytují možnost provádět korekce a jsou ovlivňovány bezprostředně stavem ekonomiky a fázemi hospodářského cyklu. Tento přístup upřednostňují zvláště vlastníci a investoři.

Nejprve je nutné stanovit měřítka výkonnosti, vytvořit pravidla pro interpretaci výsledků a propojit výsledky měřitek výkonnosti s odměňováním manažerů. Mezi hlavní hodnotová kritéria (moderní metody) pro měření výkonnosti podniku patří ekonomická přidaná hodnota *EVA*, rentabilita čistých aktiv *RONA*, cash flow rentabilita hrubých aktiv *CROGA* a rentabilita investic založená na peněžních tocích *CFROI*.

Modernost těchto ukazatelů spočívá zvláště v tom, že místo účetního zisku je využíván ekonomický zisk. Ekonomický zisk je dosahován tehdy, když jsou uhrazeny nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu, především náklady na vlastní kapitál. V souvislosti s ekonomickým ziskem vznikla potřeba nalézt ekonomický ukazatel, který:

- vykazuje úzkou a prokazatelnou vazbu na hodnotu vlastnických podílů (Shareholder Value),
- umožňuje použít co nejvíce informací a údajů z účetnictví,
- překonává nedostatky účetních ukazatelů, zejména zahrnuje kalkulaci rizika, čas a výši vázaného kapitálu,
- zhodnotí výkonnost a také ocení podnik,
- poskytne přesnou a zřejmou identifikaci vazby na všechny úrovně řízení,
- podpoří řízení hodnoty.

Mezi další společné znaky hodnotových kritérií patří začlenění oportunitních nákladů do měření výkonnosti v podobě nákladů kapitálu a práce s provozním hospodářským výsledkem. Hlavní nevýhodou moderních ukazatelů je náročnost úprav účetních dat pro výpočet ukazatelů.

3.2 Ekonomická přidaná hodnota

Ukazatel *EVA* je nejrozšířenějším ukazatelem z hodnotových kritérií. Byl vyvinut americkou firmou Stern Stewart v roce 1991, v USA začala také jeho implementace do řízení firem. Pavelková (2009, str. 52) ve své publikaci uvádí, že: „*Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.*“ Tento ukazatel je vyjádřen jako čistý výnos z provozní činnosti podniku snížený o náklady kapitálu a vyjadřuje nadzisk společnosti. Je-li *EVA* kladná, výnosy podniku pokryly odměnu investorů za podstoupené riziko a navíc byla vytvořena nová hodnota pro vlastníky.

Pokud je *EVA* záporná, došlo k ničení hodnoty, výnosy nestačí ani na přiměřenou odměnu za riziko investorů. Když nedojde k nápravě, platí, že čím déle bude podnik existovat, tím nižší bude jeho hodnota. Z výše uvedeného plyne i základní problém konceptu – zpravidla není možné určit přiměřenou výnosnost danému riziku, problémem je i kalkulace velikosti rizika. Lze tedy říct, že spíše než o výpočet *EVA*, jde o odhad *EVA* platný s určitou pravděpodobností.

Ukazatel *EVA* lze modifikovat na ukazatel *EVA-Entity* a *EVA-Equity*. Ukazatel *EVA* na bázi provozního zisku (*EVA-Entity*) je obvykle považován za základní přístup výpočtu ukazatele. Při výpočtu je v položce *NOPAT* zahrnut jak výsledek hospodaření použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu. U tohoto přístupu je počítáno s průměrnými váženými náklady kapitálu *WACC*.

EVA-Equity je modifikace *EVA* na bázi zúženého pojetí hodnotového rozpětí. Hodnotové rozpětí (Value Spread) vyjadřuje ekonomickou rentabilitu, kterou lze definovat jako rozdíl mezi dosaženou rentabilitou a náklady na kapitál. Zúžené pojetí hodnotového rozpětí se zabývá pouze vlastním kapitálem, jeho rentabilitou a náklady na něj. *NOPAT* musí být v tomto případě snížen o placené úroky. Jde o přístup, při jehož výpočtu se používají pouze náklady vlastního kapitálu.

Ukazatel *EVA* lze vypočítat podle následujícího vzorce, který je chápán jako základní vzorec pro výpočet:

$$EVA = NOPAT - WACC \cdot C, \quad (3.1)$$

kde *NOPAT* představuje zisk z operační činnosti podniku (zisk z provozních operací) po zdanění, *WACC* jsou průměrné vážené náklady kapitálu a *C* je kapitál vázaný v aktivech.

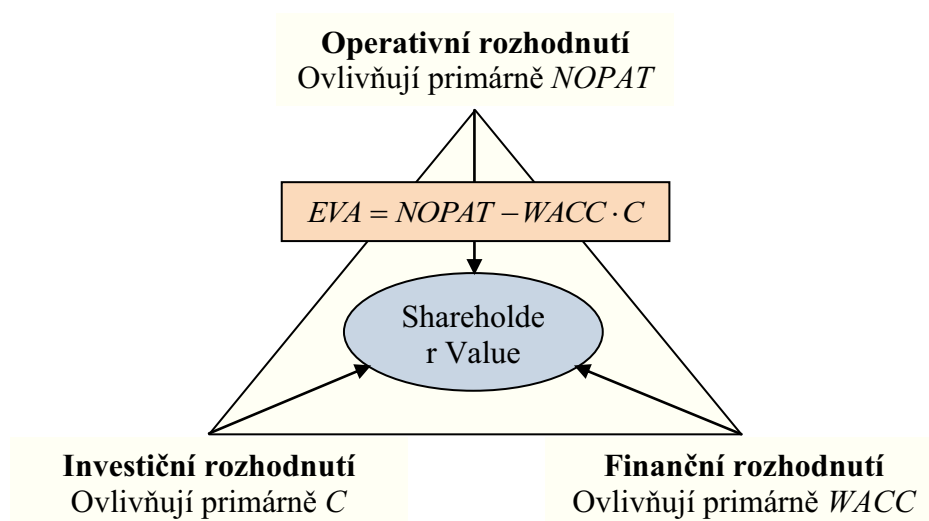
Pro konkrétní rok t lze ukazatel EVA vypočítat takto:

$$EVA_t = NOPAT_t - WACC_t \cdot NOA_{t-1}. \quad (3.2)$$

Na rozdíl od položky $NOPAT$, která je ve vzorci uváděna ke konci roku t , položka NOA (C) je dosazena v hodnotě k počátku roku, tedy ke konci roku $t-1$, pro který je EVA zjišťována. Podobně u výpočtu $WACC$ je vhodné použít strukturu kapitálu k počátku roku.

Ukazatel EVA úzce souvisí s Shareholder Value a je ovlivňován operativním, investičním a finančním rozhodováním podniku. Každá ze jmenovaných oblastí ovlivňuje některou veličinu potřebnou pro výpočet EVA dle vzorce (3.1). Popsaná situace je znázorněna na Obr. 3.1.

Obr. 3.1 Základní prvky EVA a Shareholder Value



Zdroj: Dluhošová (2010, str. 20)

Ukazatel $EVA-Equity$ je možné vypočítat podle vzorce:

$$EVA = (ROE - r_e) \cdot E, \quad (3.3)$$

kde ROE vyjadřuje rentabilitu vlastního kapitálu, r_e jsou náklady vlastního kapitálu a E je vlastní kapitál. Rozdíl mezi ROE a r_e by měl být co největší, minimálně však kladný, aby investice do podniku vlastníkovvi vynesla více, než alternativní investice.

Ukazatel EVA lze vypočítat také na bázi hodnotového rozpětí takto:

$$EVA = (RONA - WACC) \cdot C, \quad (3.4)$$

kde ($RONA-WACC$) představuje reziduální výnos kapitálu, $RONA$ je rentabilita čistých aktiv, $WACC$ jsou náklady na celkový kapitál a C je celkový kapitál odpovídající hodnotě NOA .

Jak vyplývá z výše uvedeného vzorce (3.1), je potřebné znát výsledek hospodaření z operačních činností $NOPAT$, tomuto výsledku hospodaření odpovídající aktiva NOA (tedy dostupný kapitál) a průměrné vážené náklady kapitálu $WACC$. Pro vyčíslení těchto veličin je třeba upravit účetní data tak, aby odpovídala ekonomické realitě podniku, neboli provést konverzi účetního modelu na model ekonomický. Konverze se provádí ve 4 základních krocích:

- konverze na operační aktiva NOA ,
- konverze finančních zdrojů,
- konverze daňová,
- konverze akcionářská (zvýšení VK pomocí ekvivalentů vlastního kapitálu).

V následujících podkapitolách budou uvedeny nejdůležitější úpravy.

3.2.1 Vymezení čistých operativních aktiv NOA

Při výpočtu NOA je vycházeno z rozvahy podniku. Hlavním cílem je z aktiv vyloučit neoperační aktiva, zahrnout položky v tržním ocenění, které nejsou účetně v aktivech vykazovány a snížit aktiva o neúročený cizí kapitál.

1. Vyloučení neoperačních aktiv

Hlavními položkami, které mají být dle literatury vyloučeny z aktiv, jsou:

Krátkodobý finanční majetek

Rozvahová položka krátkodobé cenné papíry a podíly zahrnuje cenné papíry, které jsou považovány za dlouhodobé uložení peněz a mohou být kdykoliv prodány, aniž by byla ovlivněna operační činnost podniku. Pokud má tedy tato položka charakter strategické rezervy, nejde o operační aktivum a je nutné ji odečíst z bilanční sumy.

Peněžní prostředky podniku by měly být udržovány v provozně nutné výši. Lze je tedy považovat za provozně nutné, ale tato položka by měla být přezkoumána a případný přebytek nad provozně nutnou úroveň je vhodné odečíst. Provozně nutnou úroveň je možné

odhadnout absolutně nebo ji odvodit od požadované úrovně podílu peníze a účty v bankách/krátkodobý cizí kapitál.

Dlouhodobý finanční majetek

Hlavní součástí dlouhodobého finančního majetku jsou cenné papíry a vklady, které chce podnik držet déle než 1 rok. Hlavním kritériem pro zařazení do *NOA* je účel finanční investice a charakter spojení mezi podniky. Pokud se jedná pouze o portfoliový charakter, měly by být z *NOA* vyloučeny. Pokud při investici dochází k propojení mezi hlavní činností zkoumané společnosti a společnostmi, do níž je investováno, pak je vhodné tuto investici v *NOA* ponechat a ocenit ji tržní hodnotou. Naopak je účelné investici vyloučit v případě, kdy nejsou k dispozici dostupné informace o jejím charakteru. V souvislosti se zařazením či nezařazením investice do *NOA* je nutné také upravit *NOPAT*.

Vlastní akcie

Vlastní akcie jsou podle českého účetnictví vyloučeny z vlastního kapitálu, v žádném případě by neměly být součástí *NOA*.

Nedokončené investice

Nedokončený majetek je většinou provozně nutný, ale nepodílí se na tvorbě současných VH. Doporučuje se tedy nedokončené investice z *NOA* vyloučit.

Jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti

Jde zejména o nevyužité či pronajaté pozemky a budovy, nadbytečné zásoby, pohledávky nesouvisející s hlavní činností, majetek provozně málo využitelný atd. Účetní hodnotu takových aktiv je vhodné z *NOA* vyloučit.

2. Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

Finanční leasing

Tuto položku je nutné do *NOA* zahrnout v tržní hodnotě. Leasing tvoří podstatnou část investic, v jednotlivých zemích se s jeho pomocí financuje 15 – 30 % investic. Ekonomické užitky a rizika při finančním pronájmu nese nájemce, předmět leasingu by měl být začleněn do aktiv nájemce a závazky z něj plynoucí do pasiv. Je třeba promítnout začlenění i do výpočtu výsledku hospodaření, v nákladech je vhodné platbu za leasing rozčlenit na odpisy z pronajatého majetku a na finanční náklady spojené s pořízením v podobě úroků z úvěru.

Operativní leasing a nájem

V případě operativního leasingu není možné majetek aktivovat. Obecně lze ale říct, že operativní leasing a nájem jsou jen formami cizího financování. I v tomto případě je vhodné zabývat se možností zařazení do *NOA* a *NOPAT*.

Ekvivalenty vlastního kapitálu

Ekvivalenty vlastního kapitálu vznikají v souvislosti s oceněním aktiv z pohledu vlastníka. Při úpravě rozvahy ve vztahu k *NOA* platí, že každá změna na straně aktiv se musí promítnout na straně pasiv. Pokud se mění výše aktiv, avšak nedochází ke zvýšení pasiv, je nutné o tuto hodnotu zvýšit vlastní kapitál v položce ekvivalenty vlastního kapitálu.

Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv

První zkoumanou položkou jsou opravné položky k pohledávkám. V ČR jsou zpravidla tvořeny opravné položky podle daňových předpisů, mohou vznikat tiché rezervy i nadhodnocování pohledávek. Odchyly mezi vykazovanou a skutečnou hodnotou pohledávky lze započíst kladně i záporně k ekvivalentům vlastního kapitálu. Druhou položkou jsou zásoby. Zde lze uvést, že je upřednostňován přístup, kdy realizační cenou je možné ocenit zásoby jen tehdy, když je nižší než pořizovací cena. Z hlediska vlastníka je však přípustné využít tržní ceny, i když jsou vyšší.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek je většinou oceňován pořizovací cenou. Z toho také plyne problém vyplývající z použití historických cen. Dlouhodobá aktiva by měla být přeceněna na reprodukční cenu sníženou o reálné opotřebení, u dlouhodobého finančního majetku by měla být použita tržní cena.

Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

V současnosti roste význam nemateriálních statků jak obecně, tak v podniku. Existují však problémy zejména s účetním vykazováním nehmotných aktiv vytvořených vlastní činností podniku. Jednou z nejvýznamnějších položek jsou náklady na výzkum a vývoj. Dalšími nemateriálními položkami jsou např. náklady na vzdělávání a výchovu pracovníků, na reklamu, na reorganizaci a na logistiku. Pro nezkreslení *EVA* je správné tyto položky považovat za investice a odepisovat je postupně s tím, jak produkují výnosy. Pro koncept *EVA* jsou jako nehmotné aktivum uznávány kumulované náklady spojené se

vstupem na nové trhy, velká část nákladů na marketing, náklady na školení pracovníků a náklady na restrukturalizaci.

Goodwill

Goodwill je v českém účetnictví vykazován v rozvaze a představuje kladný nebo záporný rozdíl mezi tržní (kupní) cenou podniku nebo jeho části a cenou jeho individuálně přeceněných složek majetku snížených o převzaté závazky. Pokud ale nedošlo ke koupi podniku nebo části, v rozvaze se nevyskytuje. Pro výpočet *NOA* se doporučuje vykazovat goodwill v brutto hodnotě.

Tiché rezervy

Tiché rezervy mohou úmyslně vznikat například pomocí odpisů a opravných položek na straně aktiv nebo pomocí rezerv v pasivech. Pokud dochází k úmyslnému snižování aktiv nebo k tvorbě nadbytečné rezervy, je třeba je zařadit formou ekvivalentů VK. Výši aktiv je třeba upravit tak, aby odpovídala ekonomickému pohledu.

3. Krátkodobé neúročené závazky

Principem je vyloučit z operačního výsledku hospodaření odpočet všech nákladů na cizí kapitál. Jedná se zvláště o krátkodobé dodavatelské úvěry, které nejsou explicitně úročeny, předpokladem je zahrnutí úroků do kupní ceny. Krátkodobé neúročené závazky jsou charakteristické tím, že vyvolávají pohyb peněžních prostředků, k jejich úhradě by mělo dojít do jednoho roku a nevyvolávají žádné přímé úrokové náklady. Je tedy třeba odečíst následující položky:

- krátkodobé závazky,
- pasivní položky časového rozlišení (výdaje a výnosy příštích období),
- nezpлатněné dlouhodobé závazky (dlouhodobé přijaté zálohy),
- rezervy mající charakter skutečných závazků.

3.2.2 Vymezení čistého operativního zisku NOPAT

NOPAT představuje zisk z provozních operací po dani a musí být počítán pouze z operační činnosti podniku. Účetní provozní výsledek hospodaření není totéž co operační výsledek hospodaření, protože účetní provozní výsledek hospodaření může obsahovat výnosy či náklady, které nesouvisí s operačními činnostmi podniku. Pro vyjádření

operačního výsledku hospodaření je nutné rozlišit podnikatelské činnosti na operační a neoperační. Operační činnost ve své publikaci definuje Mařík (2005, str. 15) takto: „*Operační činnost je ta část podnikatelské činnosti, která slouží k základnímu podnikatelskému účelu.*“ Neoperační činnosti jsou všechny, které nejsou nutně potřebné pro výkon podnikatelské činnosti.

Jako první zásadu pro výpočet *NOPAT* lze označit dosažení symetrie mezi *NOA* a *NOPAT*. Z této zásady vyplývá, že pokud jsou zařazeny aktiva do *NOA*, je nutné, aby náklady a výnosy s nimi související byly zařazeny do výpočtu *NOPAT*. Dále je nezbytné rozhodnout, co bude použito z českého účetnictví jako základ pro výpočet. Při výpočtu se vychází z výsledku hospodaření z běžné činnosti nebo z provozního výsledku hospodaření.

Pokud se za základ pro výpočet *NOPAT* použije výsledek hospodaření z běžné činnosti, který v českém účetnictví obsahuje provozní výsledek hospodaření a finanční výsledek hospodaření, provádějí se obvykle tyto změny:

1. Z finančních nákladů jsou vyloučeny placené úroky (včetně implicitních nákladů placených v leasingových splátkách). Tyto náklady se přičítají zpět k výsledku hospodaření.
2. Z výsledku hospodaření jsou vyloučeny mimořádné položky jako manka a škody (včetně nároků na jejich úhradu), změny ve způsobu ocenění majetku, ostatní mimořádné náklady a také mimořádné výnosy a náklady, které se svou výší nebudou opakovat (náklady na restrukturalizaci, rozpuštění nevyužitých rezerv, mimořádné odpisy majetku aj.).
3. Je nutné započítat i vliv změn vlastního kapitálu, které vznikly při výpočtu *NOA*, například vliv aktivace nákladů investiční povahy (např. náklady na výzkum a vývoj). Tyto náklady je třeba nahradit odhadem odpisů aktivovaných nákladů. Dále do výsledku hospodaření musí být započítané případné snížení či zvýšení opravných položek na zásoby a pohledávky. Z výsledku hospodaření je nutné vyloučit tvorbu a čerpání tichých rezerv, pokud jimi byl výsledek hospodaření ovlivněn (obvykle je to nadměrná tvorba opravných položek, neúměrně vysoké odpisy atd.).
4. Vyloučení výnosů a nákladů, které souvisí s krátkodobým a dlouhodobým finančním majetkem, jež není operačním aktivem. Především výnosy z provozně nepotřebných aktiv je třeba odečíst od výsledku hospodaření.

5. Zvláště důležitou úpravou je vyčíslení daně, tzv. upravené daně, která by byla placena z operačního výsledku hospodaření. Obvykle se používá při výpočtu daně postup, kdy se *NOPAT* vynásobí daňovou sazbou. Avšak v účetním výsledku hospodaření se vyskytuje spousta výnosových či nákladových položek, které nejsou daňově uznatelné a proto může být výsledek zkreslený. Pro přesnější výsledek lze použít jeden z těchto postupů:

- Proveďte se výpočet skutečné daňové sazby jako podílu splatné daně a výsledku hospodaření. Poté je *NOPAT* násoben touto vypočtenou skutečnou daňovou sazbou.
- Ještě přesnější výsledek bude získán, pokud je splatná daň pro daný rok snížena či zvýšena o daňovou povinnost z výnosů a daňové úspory z nákladů, o které se *NOPAT* liší oproti výsledku hospodaření.

3.2.3 Vymezení nákladů kapitálu

Poslední složkou výpočtu *EVA* je určení sazby nákladů kapitálu. Náklady kapitálu plní při výpočtu *EVA* dvě základní funkce – určují minimální rentabilitu kapitálu a slouží k diskontování budoucích *EVA* při oceňování. Jelikož je za základní přístup výpočtu *EVA* považován *EVA-Entity*, bude pozornost věnována průměrným váženým nákladům kapitálu *WACC*.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál r_d je možné formulovat jako úroky nebo kupónové platby, které je třeba platit věřitelům. Základní úroková míra bývá určena situací na finančním trhu a výše úrokové míry se liší podle následujících charakteristik:

- čas,
- očekávaná efektivnost,
- bonita dlužníka.

Náklady na cizí kapitál, které podnik získá formou dluhu (například úvěru nebo emisí obligací), se vypočítají jako úrok snížený o daňový štít:

$$r_d = i \cdot (1 - t), \quad (3.5)$$

kde i je úroková míra z dluhu a t je sazba daně z příjmu.

Pokud podnik využívá více druhů úvěrů, určují se náklady jako vážený aritmetický průměr z efektivních úrokových sazeb, které podnik bude platit z těchto forem cizího kapitálu. Tento výpočet lze realizovat, pokud má analytik přístup k interním podnikovým informacím. Uživatelé, kteří přístup k interním informacím nemají, mohou uskutečnit odhad prostřednictvím poměru:

$$r_d = \frac{N \text{ úroky}}{\phi \text{ stav bů}}, \quad (3.6)$$

kde $N \text{ úroky}$ jsou nákladové úroky a $\phi \text{ stav bů}$ je průměrný stav bankovních úvěrů.

Náklady dluhu získaného upisováním obligací lze vypočítat jako výnos do splatnosti obligace (vnitřní výnosové procento):

$$P = \sum_{t=1}^T c_t \cdot (1 + r_d)^{-t} + NV \cdot (1 + r_d)^{-T}, \quad (3.7)$$

kde P je tržní cena obligace, c_t je kupónová platba, r_d jsou náklady dluhu získaného upisováním obligací, T je doba do splatnosti obligace a NV je nominální hodnota obligace.

Náklady na vlastní kapitál

Náklady na vlastní kapitál r_e jsou pro podnik vyšší než náklady na cizí kapitál z několika důvodů. Předně je to riziko vlastníka, který vloží prostředky do podniku a toto riziko je vyšší než riziko věřitele. Věřitel má zaručený úrokový výnos do doby, než se mu peníze vrátí, a to bez ohledu na ziskovost podniku. Vlastník nemá výnos z vložených prostředků zaručen a navíc prostředky vkládá na neomezenou dobu. Další z důvodů je působení daňového štítu, kdy náklady cizího kapitálu lze vyjádřit jako nákladové úroky a ty se řadí mezi daňově uznatelné náklady, tudíž snižují základ pro výpočet daně z příjmů.

Určení nákladů na vlastní kapitál je složitější a uskutečňuje se na bázi tržních přístupů nebo metod a modelů, které vycházejí z účetních dat. Za základní metody, které se používají pro odhad nákladů vlastního kapitálu, lze označit model oceňování kapitálových aktiv (CAPM), arbitrážní model oceňování (APM), dividendový růstový model a stavebnicové modely. Jmenovaným metodám bude věnována pozornost v následujícím textu.

Pro podniky, které nejsou obchodovány na veřejných trzích, je možné r_e odhadnout pomocí modelu CAPM s náhradními odhady β , stavebnicového modelu, dividendového modelu, na základě průměrné rentability nebo odvozením z nákladů na cizí kapitál.

1. Model oceňování kapitálových aktiv

Podstatou modelu CAPM je tržní stanovení nákladů na vlastní kapitál. Tento přístup je široce používán zejména v anglosaských zemích. Jde o rovnovážný model ocenění kapitálových aktiv, kdy mezní sklon očekávaného výnosu a rizika je pro všechny investory stejný. Jedná se o jednofaktorový model. Použití modelu CAPM je však omezeno splněním následujících požadavků – existence bezrizikové výpůjční a zápůjční sazby, všechna aktiva je možné obchodovat a mají danou cenu a kapitálové trhy jsou dokonalé.

Model CAPM-SML beta verze se vypočte podle vztahu:

$$E(r_e) = r_f + \beta_e \cdot [E(r_m) - r_f], \quad (3.8)$$

kde $E(r_e)$ je očekávaný (střední hodnota) výnos VK, r_f je bezriziková sazba, β_e je koeficient citlivosti dodatečného výnosu VK na dodatečný výnos tržního portfolia, $E(r_m)$ je očekávaný výnos tržního portfolia.

Koeficient β měří tržní (systematické) riziko tak, že určuje, k jaké procentuální změně ceny akcie v průměru dojde, když se trh změní o 1 %. Čím je koeficient větší, tím je riziko akcie vyšší. Výpočet se provádí metodami regresní analýzy, zvláště metodou nejmenších čtverců nebo metodou maximální věrohodnosti. Pokud však není možné určit hodnotu β , je možné použít metodu CAPM s náhradními odhady β :

- metoda analogie – lze využít β podobných obchodovaných podniků, β za určité odvětví nebo zohlednit vliv kapitálové struktury na β ,
- nezávislá prognóza β – za využití fundamentálních faktorů nebo na základě analýzy obchodního a finančního rizika.

V případě zohlednění vlivu kapitálové struktury na β při použití metody analogie je využíván následující vzorec:

$$\beta^L = \beta^U \cdot \left[1 + (1 - t) \cdot \frac{D}{E} \right], \quad (3.9)$$

kde β^L je β vlastního kapitálu u zadluženého podniku, β^U je β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení (závislé na odvětví a provozní páce), t je sazba daně z příjmů, D je cizí kapitál a E je vlastní kapitál.

Nezávislá prognóza β nezohledňuje historické hodnoty β . Jako hlavní faktory, které rozhodujícím způsobem ovlivňují hodnotu β , je možné uvést oblast podnikání, provozní a

finanční páku. Koeficient β je možné odvodit z analýzy obchodního a finančního rizika, jedná se o přímý odhad budoucí β . Riziková premie společnosti se vypočte jako:

$$\beta_e = 1 + OR + FR, \quad (3.10)$$

kde OR představuje přírážku za systematické obchodní riziko a FR je přírážka za systematické finanční riziko.

Obchodní riziko představuje specifické riziko pro zvolenou společnost a riziko, které působí na všechny společnosti. Pro odhad β je zohledňováno pouze riziko systematické působící na všechny společnosti. Přírážka za obchodní riziko je dle Maříka (2003) uvedena v následující Tab. 3.1, kde průměrná společnost ve třetí třídě má nulovou rizikovou přírážku.

Tab. 3.1 Přírážka za obchodní riziko

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava β (OR)
1	-0,50
2	-0,25
3	0
4	+0,25
5	+0,50

Zdroj: Mařík (2003, str. 196)

Finanční riziko je riziko související se zadlužením společnosti. Více zadlužená firma je citlivější na změny trhu z důvodu většího zatížení podílem fixních plateb. Přírážka za finanční riziko je dle Maříka (2003) uvedena v následující Tab. 3.2, kdy při základním zadlužení 40 % je riziková přírážka nulová.

Tab. 3.2 Přírážka za finanční riziko

Zadlužení společnosti	Riziková úprava β (FR) oproti změně při základním zadlužení
0 %	-0,20
20 %	-0,10
40 %	0
60 %	+0,10
80 %	+0,20
100 %	+0,30
120 %	+0,40
140 %	+0,50

Zdroj: Mařík (2003, str. 197)

Zadlužení společnosti se odvíjí od míry zadlužení, tedy poměru cizího a vlastního kapitálu. Výše přírážek je odvozena ze vztahu (3.9) mezi β pro zadlužený podnik a β nezadluženého podniku.

2. Arbitrážní model oceňování

Model APM je alternativní model oceňování aktiv na tržním principu. Model patří mezi vícefaktorové, bere totiž v úvahu více rizikových faktorů (makroekonomické i mikroekonomické). Za rovnovážnou podmínku je stanovena nemožnost arbitráže (nedosažení arbitrážního zisku). Nevýhodou modelu je potřeba velké informační základny. Odhad koeficientu β_{ej} lze provádět pomocí vícerozměrných metod regresní analýzy. Základní tvar modelu APM je následující:

$$E(r_e) = r_f + \sum_j \beta_{ej} \cdot [E(r_j) - r_f], \quad (3.11)$$

kde β_{ej} je koeficient citlivosti dodatečného výnosu VK na dodatečný výnos j -tého faktoru, $E(r_j)$ je očekávaný výnos j -tého faktoru.

3. Dividendový model

Dividendový model se užívá pro oceňování akcií, kdy tržní cena je dána současnou hodnotou budoucích dividend v letech. Za předpokladu nekonečné držby akcií a konstantní hodnoty dividend (DIV) ji lze určit jako perpetuitu. Hodnotu r_e lze vypočítat podle následujícího vzorce:

$$r_e = \frac{DIV}{\text{tržní cena akcie}}. \quad (3.12)$$

4. Stavebnicový model

Stavebnicový model se používá v ekonomice s nedokonalým kapitálovým trhem a krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Hlavním problémem je stanovení koeficientu β . První možností pro stanovení alternativního nákladu na VK je stavebnicový model, který k výnosnosti bezrizikového aktiva přičítá rizikové prémii odvozené z podnikových účetních dat, který je užíván Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR. Pro nezadlužený podnik se stanoví náklady celkového kapitálu takto:

$$WACC_U = r_f + r_{\text{podnikatelské}} + r_{\text{finstab}} + r_{LA}, \quad (3.13)$$

kde r_f je bezriziková úroková míra, $r_{\text{podnikatelské}}$ je riziková přírážka za obchodní podnikatelské riziko, r_{finstab} je riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability, r_{LA} je riziková přírážka za velikost podniku.

Celkové náklady zadlužené firmy a náklady vlastního kapitálu jsou potom stanoveny podle vzorců:

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right) \quad (3.14)$$

a

$$R_e = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - \frac{\check{C}Z}{Z} \cdot UM \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (3.15)$$

kde $UZ=VK+BU+OBL$ jsou úplatné zdroje, VK je vlastní kapitál, BU jsou bankovní úvěry, OBL jsou obligace, A jsou aktiva, $\check{C}Z$ je čistý zisk, Z je hrubý zisk, $\frac{\check{C}Z}{Z}$ je daňová redukce, UM je úroková míra.

Váhy jednotlivých složek kapitálu

Pro výpočet $WACC$ je třeba určit váhy jednotlivých složek kapitálu na celkovém investovaném kapitálu. Kapitálovou strukturu je vhodné stanovit na základě tržních hodnot. Je také nutné zvážit úpravu současné struktury kapitálu v souvislosti s úpravami aktiv na

NOA, při nichž došlo ke zvýšení nebo snížení aktiv a změně struktury kapitálu (dochází ke vzniku závazku nebo ekvivalentu VK).

Pro určení struktury kapitálu je možné odhadnout současnou nebo cílovou strukturu kapitálu v tržních hodnotách, případně strukturu obvyklou u srovnatelných podniků. Lze využít i iterační postup, kdy je nejprve odhadnuta výchozí struktura kapitálu, poté je vypočtena hodnota podniku a z té je následně určena nová struktura kapitálu. Tento postup se opakuje do chvíle, než se výsledná struktura kapitálu ustálí. Takto je získána výsledná tržní struktura kapitálu. Iterační postup je považován za nejpřesnější způsob odhadu vah pro *WACC*, pokud jsou správně nastaveny vstupní hodnoty pro ocenění (peněžní toky, tempo růstu atd.).

Pro výpočet hodnoty podniku lze použít metodu DCF entity. Tato metoda je složena ze dvou základních kroků. Nejdříve jsou určeny peněžní toky, které jsou k dispozici vlastníkům i věřitelům, a po jejich diskontování je získána hodnota podniku jako celku. Druhým krokem je odečtení hodnoty cizího kapitálu ke dni ocenění od hodnoty podniku, takto je zjištěna hodnota vlastního kapitálu (H_n). Hodnota podniku je chápána jako hodnota investovaného kapitálu.

Peněžní toky v metodě DCF entity jsou vyjádřeny v podobě volných peněžních toků celkového kapitálu (*FCFF*). Dle Maříka (2003) je hodnota *FCFF* určena jako:

$$FCFF_t = NOPAT_t + ODP_t - (K_t - K_{t-1} + ODP_t), \quad (3.16)$$

kde $NOPAT_t$ je čistý operativní zisk v roce t , ODP_t jsou odpisy v roce t , K_t je provozně nutný investovaný kapitál (součet DM a pracovního kapitálu) ke konci roku t a K_{t-1} je provozně nutný investovaný kapitál ke konci roku $t-1$. Při výpočtu volných peněžních toků celkového kapitálu lze vycházet z hodnoty korigovaného provozního výsledku hospodaření, který v zásadě odpovídá hodnotě *NOPAT* dle Mařík (2003).

Hodnotu podniku dle DCF entity je vhodné vypočíst pomocí dvoufázové metody. Budoucí období podniku lze rozdělit na dvě fáze, první fáze je období, pro které je možné prognózovat *FCFF* pro jednotlivé roky, druhá fáze představuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku pro druhou fázi je označována jako pokračující hodnota. Hodnotu podniku (H_b) podle dvoufázové metody je možné dle Maříka (2003) vyjádřit podle následujícího vzorce:

$$H_b = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_T}{(1+WACC)^T \cdot WACC}, \quad (3.17)$$

kde $FCFF_t$ jsou volné peněžní toky celkového kapitálu v roce t , $WACC$ jsou náklady na celkový kapitál, $FCFF_T$ jsou volné peněžní toky celkového kapitálu v roce T a T je délka první fáze v letech.

Průměrné vážené náklady kapitálu

Náklady na celkový kapitál $WACC$, označovány také v českých podmínkách jako vážené průměrné náklady kapitálu, obsahují náklady různých forem kapitálu, a to náklady na úročený cizí kapitál a náklady vlastního kapitálu:

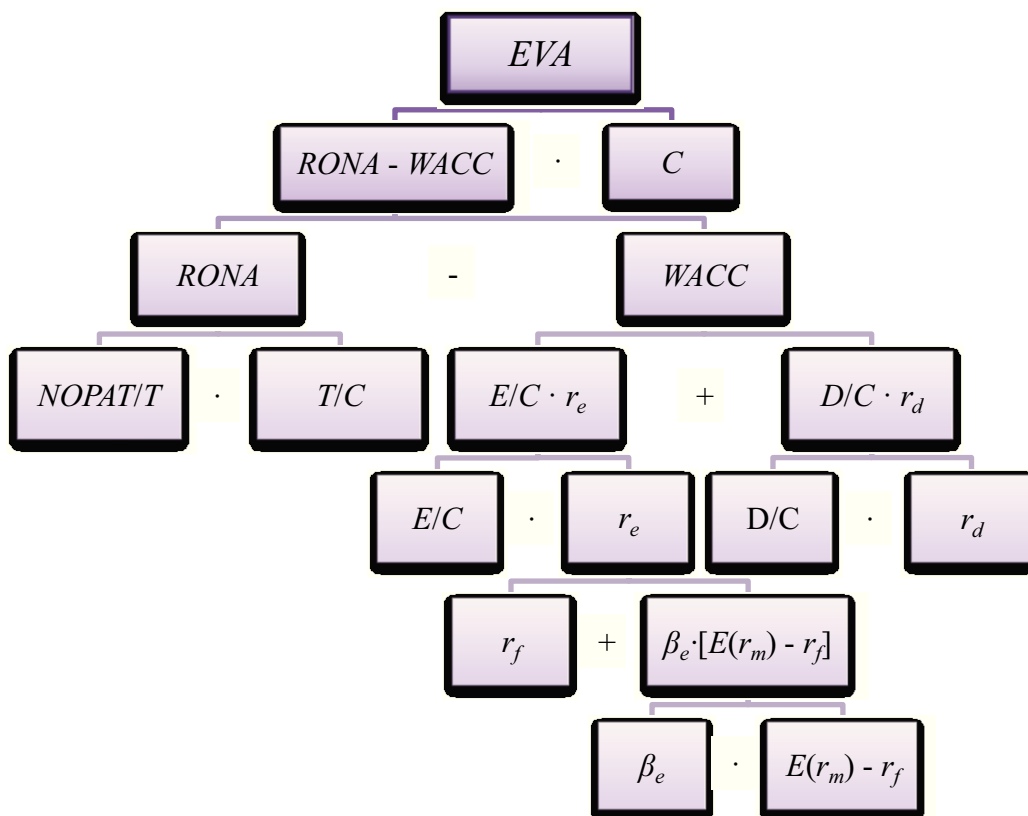
$$WACC = \frac{r_d \cdot (1-t) \cdot D + r_e \cdot E}{D + E}, \quad (3.18)$$

kde v čitateli r_d jsou náklady na úročený cizí kapitál, t je daňová sazba, D představuje úročený cizí kapitál, r_e jsou náklady vlastního kapitálu a E je vlastní kapitál. Ve jmenovateli $D + E$ představuje celkový investovaný kapitál.

3.2.4 Pyramidový rozklad ukazatele EVA a metody analýzy odchylek

Pyramidové soustavy ukazatelů rozkládají vrcholový ukazatel pyramidy, v tomto případě ukazatel EVA , na další dílčí ukazatele, které mají mezi sebou multiplikativní nebo aditivní vazby. Smyslem rozkladu je zachytit změnu vrcholového syntetického ukazatele jako součet vlivů vybraných změn dílčích ukazatelů, poté je možné analyzovat absolutní a relativní odchylku. Úkolem analytika je odhalit a kvantifikovat vliv dílčích prvků na vrcholový ukazatel. Detailnější rozklad, který je uveden na následujícím Obr. 3.2., vychází z výpočtu EVA na bázi hodnotového rozpětí dle vzorce (3.4) zmíněného v podkapitole 3.2.

Obr. 3.2 Pyramidový rozklad *EVA*



Zdroj: Pavelková (2009, str. 286)

Metody analýzy odchylek

Při analýze syntetického ukazatele je využíván pyramidový rozklad syntetického ukazatele na analytické ukazatele a je zjišťována intenzita vlivu (změn) dílčích analytických ukazatelů na syntetický ukazatel, tato změna je funkcí přírůstků nebo úbytků analytických dílčích ukazatelů. Funkci změny lze v pyramidovém rozkladu popsat jako aditivní, multiplikativní nebo kombinovanou vazbu.

Když se vyskytují aditivní vazby mezi dílčími ukazateli, jejich vliv je dán absolutními rozdíly, pokud jsou rozdíly jen kladné nebo záporné, vyjádří se vliv změn dílčích ukazatelů v procentech celkové změny, pokud se objevují kladné i záporné změny dílčích ukazatelů, je vhodné aplikovat rozdíl k základní hodnotě syntetického ukazatele a je získána přehledná informace o tom, o kolik procent je hodnota syntetického ukazatele běžná vyšší nebo nižší než hodnota základní.

V případě multiplikativních vazeb působí každý dílčí ukazatel na syntetický ukazatel zvlášť, ale určitá část změny je zapříčiněna společným působením dílčích ukazatelů, proto

k vyčíslení vlivu analytických dílčích ukazatelů slouží speciální metody, což jsou například metoda postupných změn, metoda rozkladu se zbytkem, logaritmická metoda a funkcionální metoda. U prvních dvou uvedených metod platí, že při vyčíslení vlivů se mění hodnota pouze jednoho ukazatele, u dalších dvou uvedených metod se staví na tom, že probíhá současná (kombinovaná) změna všech ukazatelů při objasnění vlivů. V dalším textu bude popsána funkcionální metoda.

Funkcionální metoda spočívá v zohlednění současného (kombinovaného) vlivu všech ukazatelů při vysvětlení jednotlivých vlivů. Je zde vycházeno z diskrétních výnosů činitelů. Dochází k posouzení současné změny všech analyzovaných činitelů zároveň, nevzniká problém s pořadím ukazatelů ani se zbytkem a není problém ani se zápornými indexy ukazatelů. Tato metoda je obecně doporučována k použití.

Funkcionální metodu je možné vypočítat následujícím způsobem, kdy násobením tří dílčích ukazatelů a rovnoměrným dělením zbytku dojde k vyjádření jejich vlivu takto:

$$\begin{aligned}\Delta x_{a_1} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_1} \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_2} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_2} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_2} \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_3} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_3} \right) \Delta y_x, \\ \Delta x_{a_3} &= \frac{1}{R_x} \cdot R_{a_3} \left(1 + \frac{1}{2} \cdot R_{a_1} + \frac{1}{2} \cdot R_{a_2} + \frac{1}{3} \cdot R_{a_1} \cdot R_{a_2} \right) \Delta y_x,\end{aligned}\tag{3.19}$$

kde Δx_{a_j} vyjadřuje vliv dílčího ukazatele a_j na analyzovaný ukazatel x , $R_{a_j} = \frac{\Delta a_j}{a_{j,0}}$ je

diskrétní výnos ukazatele a_j , $R_x = \frac{\Delta x}{x_0}$ je diskrétní výnos vrcholového ukazatele x , a_j je

dílčí ukazatel, Δy_x je přírůstek vlivů analyzovaného ukazatele a Δx je absolutní změna vrcholového ukazatele.

Součet dílčích změn vyjadřuje celkovou změnu (odchylku) vrcholového ukazatele mezi běžným a základním obdobím:

$$\Delta y_x = \sum_j \Delta x_{a_j},\tag{3.20}$$

kde Δx_{a_j} vyjadřuje vliv dílčího ukazatele a_j na analyzovaný ukazatel x .

3.2.5 Možnosti zvýšení hodnoty ukazatele EVA

Dle [9] byl ukazatel *EVA* vyvinut společností Stern Stewart, která také formulovala čtyři základní přístupy, jak ukazatel *EVA* zvýšit:

1. Společnost by měla investovat do oblastí, kde návratnost převyšuje *WACC*. Ačkoliv toto doporučení zní jasně, řada firem, které se drží tradic a starších postupů, tuto podmínku nedodržuje.
2. Společnost by měla co nejefektivněji využívat kapitál a tím i zvyšovat rentabilitu investovaného kapitálu. Nevyužívaným kapitálem společnost zvyšuje VK a tak snižuje ukazatel *EVA*. Zefektivnit využití kapitálu lze prostřednictvím optimalizace zásob a optimalizace struktury financování (nalézt levnější formy kapitálu s využitím outsourcingu, leasingu aj.).
3. Restrukturalizací dostupného kapitálu společnosti, kdy kapitál z investic, které vykazují nižší návratnost než *WACC*, je přesunut zpět k vlastníkům či investován do ziskovějších projektů.
4. Pomocí tzv. finanční páky, kdy snížením CK i VK lze dosáhnout nárůstu ukazatele *EVA*. V zájmu společnosti je, aby poměr CK/VK byl co nejvyšší a dále aby CK v absolutní hodnotě nerostl. Financování cizím kapitálem je pro společnost přínosnější, protože od základu daně z příjmů právnických osob si lze odečíst placené úroky.

Kromě výše uvedených čtyř přístupů zvyšujících ukazatel *EVA* především přes *WACC*, existuje pátý způsob, který je zaměřen na ukazatel *NOPAT*. Ukazatel *NOPAT*, a tím i *EVA*, lze ovlivnit daňovou optimalizací a získáním dodatečných slev na dani: například za pomoci investičních pobídek, slev za tvorbu nových pracovních míst, slev za zaměstnávání zdravotně postižených atd.

3.3 Rentabilita čistých aktiv

Podstata ukazatele rentability čistých aktiv *RONA* spočívá v poměrové analýze provozního zisku po zdanění *NOPAT* a čistých aktiv (*NA*), která jsou definována jako součet dlouhodobého majetku a pracovního kapitálu.

Ukazatel *RONA* se vypočte následovně:

$$RONA = \frac{NOPAT}{NA}. \quad (3.21)$$

Závěr o výkonnosti podniku je možné získat po porovnání výsledné *RONA* s *WACC*. Žádoucí je, aby *RONA* byla vyšší než *WACC*, protože v tom případě existuje přidaná hodnota.

3.4 Cash flow rentabilita hrubých aktiv

Cash flow rentabilita hrubých aktiv *CROGA* pracuje s provozním cash flow a ve jmenovateli užívá hrubá aktiva. Použitím hrubých aktiv je odstraněno zkreslení způsobené používáním účetních zůstatkových cen. Pohled na výkonnost je o mnoho přísnější.

Ukazatel *CROGA* se vypočte podle vztahu:

$$CROGA = \frac{OATCF}{GA}, \quad (3.22)$$

kde *OATCF* je provozní cash flow po zdanění a *GA* jsou hrubá (brutto) aktiva.

OATCF představuje cash flow vytvořené v souvislosti s hlavní podnikatelskou činností. Obecně lze říct, že jde o součet čistého provozního zisku a odpisů. Hrubá aktiva se vypočtou jako součet dlouhodobých provozních aktiv v aktuálních pořizovacích cenách a pracovního kapitálu. Výsledná *CROGA* (v procentech) se porovnává s požadovanou výnosností kapitálu reprezentovanou *WACC*. Pokud podnik tvoří hodnotu, dochází k překročení očekávání vlastníků a musí platit $CROGA > WACC$, tedy $(CROGA - WACC) > 0$.

3.5 Rentabilita investic založená na peněžních tocích

Hodnota podniku úzce souvisí s očekávanými čistými peněžními toky v budoucnosti diskontovanými na současnou hodnotu pomocí diskontní sazby, která vychází z očekávané výnosnosti pro investora. Rentabilita investic založená na peněžních tocích *CFROI* byla vyvinuta společností HOLT Value Associates a ve své podstatě jde o ukazatel výnosnosti investic pro celý podnik. Ukazatel pracuje s reálnými hodnotami, které jsou očištěny od inflace. Je tedy možné porovnávat výkonnost podniku v čase a také s podniky v různých zemích. Základem ukazatele jsou peněžní toky.

Tento ukazatel zkoumá dynamicky pojatou výnosnost, podstatou ukazatele je výpočet vnitřního výnosového procenta (*IRR*). *CFROI* vyjadřuje odhad reálné míry

výnosnosti veškerých aktiv podniku, jež lze považovat za portfolio projektu. *CFROI* srovnává zdaněné budoucí cash flow upravené o inflaci s inflačně upravenou hotovostní investicí brutto vloženou do podniku investory. Předpokladem výpočtu je konstantní vybavenost aktivy v čase a konstantní cash flow generované těmito aktivy po dobu životnosti. Je také nutné odhadnout ekonomickou životnost podnikových odepisovaných aktiv a hodnotu neodepisovaných aktiv.

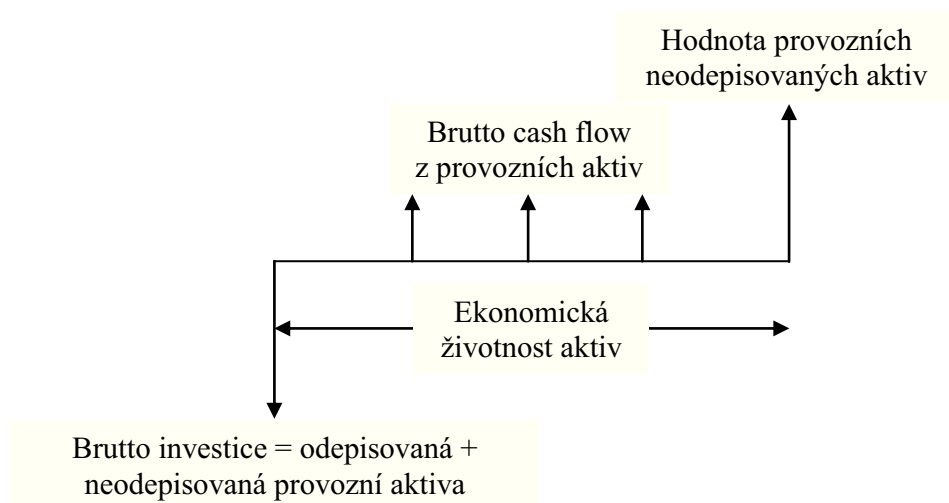
Propočet ukazatele *CFROI* je založen na určení úrokové míry odpovídající vzorci:

$$BIB = \sum_{t=1}^n \frac{BCF_t}{(1 + CFROI)^t} + \frac{NA}{(1 + CFROI)^n}, \quad (3.23)$$

kde *BIB* je brutto investiční báze (počáteční výdaje), BCF_t je brutto cash flow upravené o inflaci, *NA* je hodnota neodepisovaných aktiv, *n* je doba ekonomické životnosti a *t* jsou jednotlivé roky budoucí životnosti *n*.

Při výpočtu se kalkuluje s investičním výdajem, který po dobu předpokládané životnosti generuje výnos. V posledním roce je k dispozici nejen běžný výnos, ale také výnos z likvidace plynoucí s ukončením provozu a prodejem majetku. *CFROI* je potom definován jako vnitřní výnosové procento těchto toků. Podstata ukazatele *CFROI* je zobrazena na následujícím Obr. 3.3.

Obr. 3.3 Podstata ukazatele *CFROI*



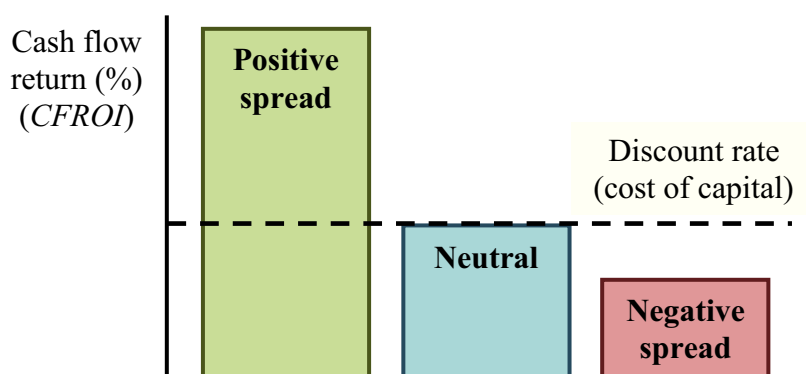
Zdroj: Pavelková (2009, str. 93)

Interpretace ukazatele *CFROI* spočívá v porovnání *CFROI* na roční bázi (*IRR*) s *WACC* upravenými o inflaci ($WACC_{real}$) dle vzorce:

$$CFROI_{spread} = CFROI - WACC_{reál}. \quad (3.24)$$

Pokud je spread větší než 0, jedná se o pozitivní spread a podnik tvoří hodnotu pro akcionáře, $CFROI$ by měl být udržen. Naopak pokud je spread menší než 0 (negativní spread), podnik hodnotu ničí a návratnost je nízká. Ukazatel $CFROI$ by měl být zvýšen prostřednictvím zvyšování zisku a lepšího využití majetku. Je-li spread roven 0 ($CFROI = WACC$), potom jde o neutrální spread, nedochází k růstu a je ničena hodnota. Opět by mělo dojít k růstu $CFROI$. Následující Obr. 3.4 ilustruje všechny popsané situace.

Obr. 3.4 Porovnání $CFROI$ a $WACC$



Zdroj: Viebig (2008, str. 158)

Nyní budou jednotlivé prvky ukazatele $CFROI$ dle vzorce (3.23) blíže specifikovány.

3.5.1 Brutto investiční báze

Brutto investiční báze představuje počáteční investiční výdaj a skládá se ze dvou hlavních složek, z:

- odepisovaných aktiv,
- neodepisovaných aktiv.

Odepisovaná aktiva jsou v průběhu životnosti odepsána. Do této skupiny patří zejména hmotný a nehmotný dlouhodobý majetek, který je odepisován po dobu n let. Odepisovaná aktiva jsou dosazena v brutto hodnotě, tedy k pořizovací ceně jsou přičteny oprávky, a přepočtena k datu propočtu $CFROI$ o inflaci, propočty jsou tedy postaveny na reálných cenách s vyloučením budoucí inflace. DHM i DNM je v rozvaze oceněn historickou pořizovací cenou, proto je nutné jeho hodnotu přepočítat pomocí deflátoru HDP nebo cenových indexů výrobců.

Mezi neodepisovaná aktiva patří dlouhodobý finanční majetek, pozemky, zásoby a monetární aktiva. Monetární aktiva tvoří pohledávky, krátkodobý finanční majetek a časové rozlišení. Hodnotu zásob i pozemků je nutné upravit o inflaci, neboli vyjádřit v běžných cenách, tento problém je však u zásob odstraněn používáním metody ocenění FIFO. Monetární aktiva ztrácejí vlivem inflace hodnotu, je potřebné je převést na čistá monetární aktiva, tedy odečíst od monetárních aktiv hodnotu neúročených závazků. Neodepisovaná aktiva jsou na konci životnosti odepisovaných aktiv uvolněna v podobě hotovostních toků.

Brutto investiční báze ve své podstatě kopíruje strukturu *NOA* v modelu *EVA*, avšak hodnota položek *BIB* je vyjádřena v reálných cenách. Rozvahu je nutné upravit, zejména jde o zařazení majetku pořízeného na leasing, o posouzení goodwillu, zohlednění čistého pracovního kapitálu (odečíst krátkodobé neúročené závazky) a vyčlenění neoperativních aktiv.

3.5.2 Brutto cash flow

Pro výpočet hotovostních toků produkovaných aktivy se používá nepřímá metoda výpočtu CF, která vychází z výsledku hospodaření, který je také nutné upravit. Je možné říci, že brutto cash flow odpovídá veličině *NOPAT*. Z výsledku hospodaření je nutné odečíst mimořádné náklady a výnosy a zohlednit i další položky, jako například leasing. Po úpravách je nutné upravený výsledek hospodaření zdanit. Dále se k upravenému VH přičtou plánované odpisy a nákladové úroky (jde o peněžní toky na úrovni celé firmy). K upravenému VH se přičte zisk (případně odečte ztráta) z čistých monetárních aktiv vzniklý vlivem inflace. Inflační ztráta vzniká, pokud jsou čistá monetární aktiva kladná.

3.5.3 Doba ekonomické životnosti

Doba ekonomické životnosti představuje předpokládanou dobu využití odepisovaných dlouhodobých aktiv. Doba ekonomické životnosti se vypočte podle vzorce:

$$\text{Doba ekonomické životnosti} = \frac{\text{Odepisovaná aktiva brutto}}{\text{Odpisy}}, \quad (3.25)$$

kde *Odepisovaná aktiva brutto* zahrnují DHM a DNM v pořizovacích cenách bez pozemků a nedokončených investic a *Odpisy* představují hodnotu ročních lineárních odpisů. Pokud by byl odepisován goodwill, odečte se pro účely výpočtu z hodnoty odpisů příslušný podíl připadající na goodwill.

4 HODNOCENÍ FINANČNÍ VÝKONNOSTI PODNIKU

Tato kapitola je zaměřena na aplikaci výše zmíněných metod hodnocení finanční výkonnosti společnosti dle moderních měřítek. V první části kapitoly je představena společnost ZS Bohuslavice, a.s., a dále jsou vypočítány a zhodnoceny moderní metody hodnocení finanční výkonnosti společnosti. V závěru kapitoly je pozornost věnována shrnutí výsledků všech ukazatelů a jsou formulovány doporučení pro zvýšení finanční výkonnosti. V kapitole jsou využita data z výročních zpráv společnosti, z interních informací poskytnutých společností a při aplikaci výpočtů je vycházeno především z Mařík (2005), Pavelková (2009) a Viebig (2008).

4.1 Představení společnosti

Akciová společnost ZS Bohuslavice byla založena vkladem majetkových podílů oprávněných osob ZD Bohuslavice ke dni 1. 10. 1997. Hospodářskou činnost začala společnost provozovat od 1. 1. 1998. Společnost se nachází v bramborářské oblasti okresu Prostějov v severním výběžku Dražanské vysočiny s průměrnou nadmořskou výškou 450 metrů nad mořem. Společnost hospodaří na výměře 1 629 ha zemědělské půdy, z toho 1 376 ha půdy orné. Z výměry, kterou společnost obhospodařuje, je 1 260 ha umístěno v méně příznivých oblastech. V roce 2012 společnost koupila pozemky o výměře 136 ha v hodnotě 6 617 tis. Kč, a to ornou půdu a pozemky pod vlastními stavbami. V účetním období roku 2012 byl průměrný počet zaměstnanců 55.

Základem hospodaření společnosti je zemědělská výroba, tj. pěstování obilovin, technických plodin a pícnin na orné půdě. V oblasti živočišné výroby se společnost zabývá produkcí kravského mléka, chovem skotu a výkrmem prasat. U obou chovů je ve sledovaných letech 2009 – 2012 uzavřený obrát stáda. Výkrm prasat a výroba vepřového masa je pro společnost ztrátová, proto se společnost rozhodla v roce 2010 od těchto činností upustit. Z pomocných výrob provozuje zemědělská společnost řeznictví a uzenářství spojené s hostinskou činností. Dále společnost provozuje čerpací stanici, silniční motorovou dopravu nákladní a práce se speciálními stroji.

Statutárním orgánem společnosti je představenstvo, které je pětičlenné.

Předseda představenstva: Ing. Josef Polák

Místopředseda: Ing. Karel Polák

Členové: Vlastimil Nemerád
Ludmila Vlková
Josef Vychodil

Dozorčí rada je tříčlenná.

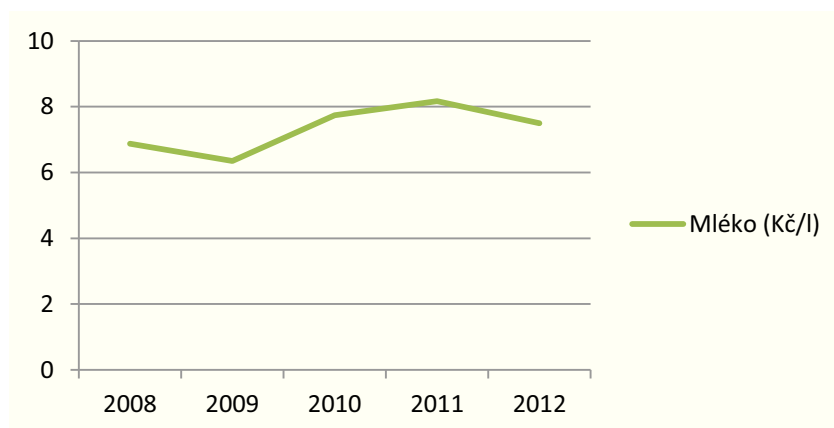
Předseda: Josef Mikulka

Členové: Vojtěch Vyroubal
Josef Vlček

Důležitou investicí společnosti byla rekonstrukce farmy Raková pro chov 500 ks dojnic a pro následný odchov telat od narození do 6 měsíců. Tato významná investice byla dokončena v červenci roku 2008. Do této farmy bylo investováno během 3 let cca 30 milionů Kč. Tato farma splňuje podmínky pro odchov dobytka podle platných zákonů. Tato investice dle rozpočtu splňovala ekonomickou návratnost, ale vlivem snížení nákupní ceny mléka o 3 Kč od dubna 2008 dochází ke ztrátě na hospodaření tohoto střediska.

Od konce roku 2009 se však návratnost investice zlepšuje díky rostoucí výkupní ceně mléka. Rostoucí odbytovou cenu mléka potvrzuje i následující Obr. 4.1, na kterém je zaznamenán vývoj průměrných cen mléka zemědělských výrobců v Olomouckém kraji. V roce 2012 je v Olomouckém kraji zaznamenán pokles ceny mléka, avšak analyzovaná společnost ke konci roku 2012 dosáhla vyšší ceny než průměr v kraji. Výkupní cena mléka u společnosti činila 8 Kč/l, což je o 0,5 Kč více než průměr v kraji na 1 litr mléka. Odbytová cena mléka je určena dle rozborů mléka, na výši ceny se odráží nejvíce podíl bílkovin a tuku v mléce. Nejvíce o ceně mléka rozhoduje podíl bílkovin v mléce, který byl ke konci roku 2012 ve výši 3,8 %.

Obr. 4.1 Vývoj průměrné ceny mléka zemědělských výrobců v Olomouckém kraji (Kč/l)



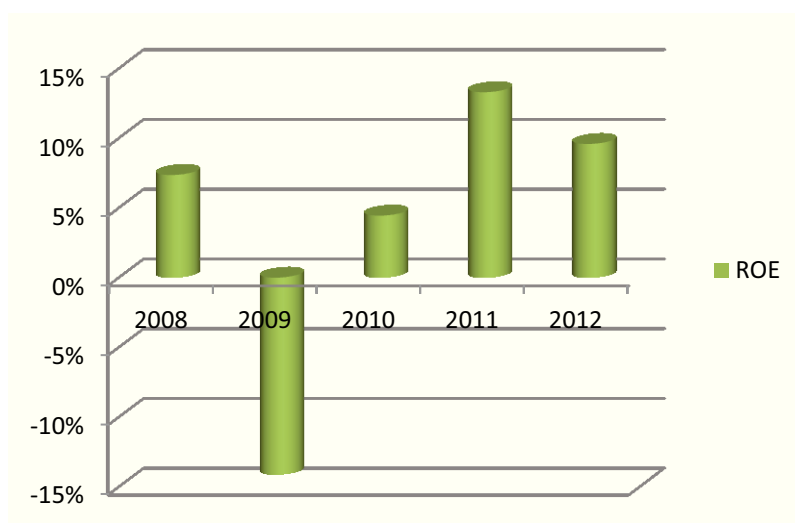
Zdroj: ČSÚ

4.2 Analýza výkonnosti společnosti pomocí tradičního ukazatele ROE

Finanční výkonnost je možné, jak bylo řečeno již v teoretické části, hodnotit dle tradičních a moderních měřítek finanční výkonnosti. I přes orientaci této práce na moderní měřítka hodnocení finanční výkonnosti, by z tradičních ukazatelů neměl být opomenut ukazatel rentability vlastního kapitálu, který je v mnohých odborných publikacích používán i pro výpočet moderního ukazatele měření finanční výkonnosti *EVA*.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu je vypočítán dle vzorce (2.1) pro období 2008 – 2012 a vyjadřuje celkovou výnosnost vlastního kapitálu společnosti. Ukazatel by měl mít rostoucí trend, avšak jak je patrné z následujícího Obr. 4.2, tento trend není ve všech sledovaných letech dodržen. Ukazatel ve všech sledovaných letech ovlivňuje především výsledek hospodaření za účetní období, protože vývoj vlastního kapitálu je ovlivněn ve většině let pouze výsledkem hospodaření za minulá i běžná období. Účetní hodnota vlastního kapitálu společnosti má ve všech letech rostoucí trend.

Obr. 4.2 Vývoj ukazatele rentability vlastního kapitálu



Kladné hodnoty ukazatele *ROE* není dosaženo v roce 2009, kdy *ROE* dosahuje hodnoty -14 %. Hlavní příčinou záporné hodnoty ukazatele *ROE* v roce 2009 byl výsledek hospodaření po zdanění za rok 2009, který byl ve výši -7 645 tis. Kč, což je nejhorší výsledek za celou historii společnosti. Výsledek hospodaření po zdanění v roce 2009 poklesl oproti předchozímu roku o 3 075 tis. Kč, tento výrazný pokles zapříčinila hospodářská krize, která ovlivnila ochotu spotřebitelů i obchodníků nakupovat produkty společnosti za původní ceny. Proto v rámci cenové politiky společnosti a v zájmu odbytu bylo nutné snížit cenu produktů jak rostlinné, tak živočišné výroby, avšak náklady na její produkci zůstávají cenově i objemově stejné. Toto snížení cen u produktů se nejvíce podílí na záporném výsledku hospodaření společnosti.

Podobnou cenovou politiku, jak ilustruje následující graf, nezvolila pouze analyzovaná zemědělská společnost, ale většina společností a podniků v zemědělském odvětví v ČR. Na následujícím Obr. 4.3 je zachycen vývoj cen zemědělských výrobců a je zde patrný pokles cen v roce 2009.

Obr. 4.3 Vývoj cen zemědělských výrobců



Zdroj: ČSÚ

Nejvyšší hodnoty ukazatele ROE (13 %) je dosaženo v roce 2011 díky zvýšení hospodářského výsledku společnosti. Tento rok lze pro společnost označit jako úspěšný, protože je dosaženo nejvyššího kladného hospodářského výsledku za účetní období v průběhu sledovaného období a to ve výši 8 644 tis. Kč. V roce 2011 panovaly příznivé klimatické podmínky, proto se dařilo dosáhnout dobrých výsledků u produktů rostlinné výroby a zároveň bylo dosaženo dobrých výsledků i v živočišné výrobě, kde byl dostatek píce pro krmení skotu jak v objemu, tak v kvalitě. V tomto roce jsou nejvyšší tržby za zboží i za vlastní výrobky a služby, což se kladně projevuje v nejvyšším výsledku hospodaření za sledované období.

4.3 Analýza výkonnosti společnosti pomocí ukazatele EVA

Tato podkapitola je věnována posouzení finanční výkonnosti pomocí aplikace metody *EVA* na hodnocenou společnost. Nejprve je nutné provést úpravy jednotlivých komponent potřebných pro výpočet, jako je úprava čistých operativních aktiv (*NOA*), vymezení čistého provozního zisku po zdanění (*NOPAT*) a vyčíslení průměrných vážených nákladů na kapitál (*WACC*). Po těchto úpravách lze provést výpočet ukazatele *EVA*. K níže specifikovaným úpravám byly využity jak externí, tak interní informace o společnosti ZS Bohuslavice, a.s.

4.3.1 Vymezení čistých operativních aktiv (*NOA*)

Při výpočtu *NOA* je vycházeno z rozvahy podniku ZS Bohuslavice, a.s. Nejprve jsou vyloučena aktiva, která s hlavní činností podniku nesouvisí, a zařazena aktiva, která s hlavní

činností podniku souvisí, ale nejsou v účetnictví zaznamenána. Dalším krokem je snížení aktiv o neúročený cizí kapitál.

1. Vyloučení neoperačních aktiv

V této části jsou blíže popsány položky, které je nutné z aktiv vyloučit, protože nesouvisí s hlavní činností podniku.

Krátkodobý finanční majetek

Analyzovaná společnost má v krátkodobém finančním majetku jen peněžní prostředky. Položka peněžních prostředků by měla být přezkoumána, zda je udržována pouze v provozně nutné výši. Výpočtem ukazatele hotovostní likvidity je zjištěno, že peněžní prostředky jsou udržovány v provozně nutné výši, jelikož nepřekračují doporučenou hodnotu 0,3. Proto jsou peněžní prostředky v aktivech v bilančních sumách ponechány. V následující Tab. 4.1 jsou uvedeny výsledky hotovostní likvidity za analyzované období.

Tab. 4.1 Hotovostní likvidita společnosti

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Hotovostní likvidita	0,0009	0,0013	0,0009	0,0014	0,0023

Dlouhodobý finanční majetek

Společnost vykazuje ve všech sledovaných letech dlouhodobý finanční majetek, avšak tyto investice mají souvislost s hlavní činností společnosti, proto je vhodné tato aktiva v *NOA* ponechat.

Tab. 4.2 Položky dlouhodobého finančního majetku společnosti (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	20	20	20	20	20
Ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly	32	32	32	672	32

Analyzovaná společnost vlastní podíl v účetní jednotce pod podstatným vlivem ve firmě HORYSPOL, družstvo. Družstvo HORYSPOL se zabývá velkoobchodem a zprostředkováním obchodů a služeb v oblasti zemědělských produktů. Další stabilní podíl ve sledovaném období má ve společnosti Morava, mlékařské odbytové družstvo, a v roce 2011 vlastnila podíl ve společnosti FARMA Klužínek.

Nedokončené investice

Nedokončený majetek je většinou provozně nutný, avšak nepodílí se na tvorbě současných výsledků hospodaření společnosti, proto je vhodné nedokončený majetek a investice z *NOA* vyloučit. Společnost má ve všech sledovaných letech nedokončený dlouhodobý majetek, jehož výše je uvedena v následující Tab. 4.3.

Tab. 4.3 Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek společnosti (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Nedokončený dlouhodobý hmotný majetek	57	286	478	1257	771

Jiná aktiva nepotřebná k operační činnosti

Z interních informací společnosti je známo, že budova farmy Rakůvka, ve které byla dříve porodna prasat, není ve sledovaném období využívána k základní podnikatelské činnosti. Budova je nevyužita z důvodu zrušení chovu prasat. K základní podnikatelské činnosti dále neslouží ani budova čerpací stanice. Účetní hodnota těchto budov je z *NOA* vyloučena.

Tab. 4.4 Nevyužitá a nepoužívané budovy k základní podnikatelské činnosti (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Budova – farma Rakůvka	4 049	3 485	2 921	2 357	1 793
Budova – farma Rakůvka	2 475	2 124	1 773	1 422	1 071
Budova – čerpací stanice	2 908	2 586	2 264	1 942	1 620
Celkem	9 432	8 195	6 958	5 721	4 484

2. Operační aktiva nevykázaná v účetnictví

V následující části jsou popsány položky, které podnik používá pro hlavní podnikatelskou činnost, ale nejsou zahrnuty v aktivech.

Finanční leasing

Ve sledovaném období společnost pořídila traktor CASE a rozmetadlo hnojiv formou finančního leasingu. Hodnotu majetku používaného díky leasingu je nutné aktivovat, protože je společností využíván a zařadit jej tak do *NOA*. Leasingové smlouvy společnost uzavřela v roce 2007. Doba odepisování pro traktor i rozmetadlo je shodně ve výši 4 let. Majetek je nutné zahrnout v zůstatkové ceně do *NOA*.

Tab. 4.5 Majetek společnosti pořízený na leasing (v tis. Kč)

Položka	2007	2008	2009	2010
PC traktor CASE	1599,9	–		
PC rozmetadlo hnojiv	183,943	–		
Účetní odpis traktor	399,975	399,975	399,975	399,975
Účetní odpis rozmetadlo hnojiv	45,986	45,986	45,986	45,986
Zůstatková cena celkem	1 337,882	891,922	445,961	0

Ekvivalenty vlastního kapitálu

Při úpravě aktiv na *NOA* platí, že každá změna na straně aktiv se musí promítnout na straně pasiv. Ekvivalenty vlastního kapitálu vznikají v souvislosti s oceněním aktiv z pohledu vlastníka. V případě analyzované společnosti nedochází ke vzniku ekvivalentů VK.

Oceňovací rozdíly u oběžných aktiv

Společnost ZS Bohuslavice, a.s., oceňuje zásoby váženým aritmetickým průměrem a tato metoda již vyjadřuje tržní hodnotu, proto není třeba žádných úprav v *NOA*. Opravné položky tvořené k bezobrátkovým zásobám a nedobytným pohledávkám jsou tvořeny v souladu se zněním zákona č. 593/92 Sb. o rezervách pro zjištění základu daně z příjmů ve znění pozdějších předpisů a proto je možné tyto opravné položky v *NOA* ponechat.

Oceňovací rozdíly u dlouhodobého majetku

Dlouhodobý majetek je většinou oceňován pořizovací cenou. Z toho také plyne problém vyplývající z použití historických cen a toto ocenění s sebou nese určité problémy. Pro přecenění majetku je nutné znát strukturu majetku a jeho rozdělení dle stáří, avšak tyto informace nejsou externímu analytikovi známy, proto přecenění na tržní ceny není provedeno.

Aktivace nákladů s dlouhodobými předpokládanými účinky

Společnost ZS Bohuslavice, a.s., tyto náklady v analyzovaném období nevykazuje.

Goodwill

Společnost ve sledovaném období nevykazuje v položce goodwill žádné hodnoty.

Tiché rezervy

Společnost netvoří tiché rezervy.

3. Krátkodobé neuročené závazky

Aby byla úprava aktiv na *NOA* kompletní, je nutné odečíst od aktiv část pasiv, která nejsou úročena. U analyzované společnosti se jedná o rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a výdaje příštích období.

Tab. 4.6 Neuročený cizí kapitál (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Rezervy	0	0	0	0	564
Dlouhodobé závazky	762	717	717	924	1 756
Krátkodobé závazky	22 379	20 366	20 177	14 623	13 600
Výdaje příštích období	1	0	8	61	6
Neuročený CK	23 142	21 083	20 902	15 608	15 926

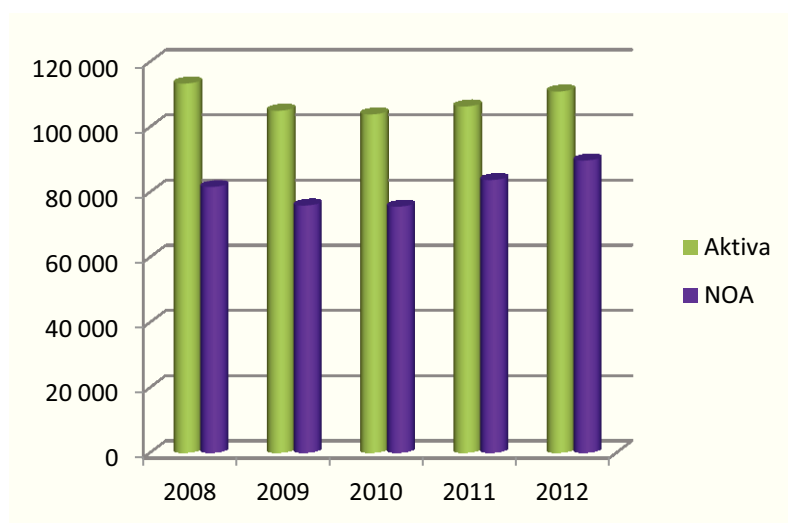
V následující Tab. 4.7 je znázorněno shrnutí úprav aktiv a vyčíslení konečné částky *NOA* ve sledovaném období.

Tab. 4.7 Úpravy aktiv a vyčíslení *NOA* (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Aktiva	113 321	104 968	103 853	106 279	110 867
– Nedokončený DHM	57	286	478	1257	771
+ Leasing	891,92	445,96	0	0	0
– Neuročený CK	23 142	21 083	20 902	15 608	15 926
– Neoperativní majetek	9 432	8 195	6 958	5 721	4 484
NOA	81 582	75 850	75 515	83 693	89 686

Na následujícím Obr. 4.4 lze pozorovat velký rozdíl ve výši aktiv oproti výši čistých operačních aktiv (*NOA*). Díky veškerým úpravám aktiv, které byly popsány výše, je ve všech sledovaných letech hodnota *NOA* nižší než hodnota aktiv. Největšího rozdílu mezi hodnotou aktiv a hodnotou *NOA* je dosaženo v roce 2008 především díky vyloučení neuročených cizích zdrojů a vyloučení neoperativního majetku z aktiv.

Obr. 4.4 Srovnání výše aktiv a *NOA* (v tis. Kč)



Provedené úpravy aktiv z cílem dosažení *NOA* se musí projevit i v pasivech, aby byla zachována rovnost bilančních sum aktiv a pasiv. V následující Tab. 4.8 jsou shrnuty úpravy pasiv a konečná částka pasiv.

Tab. 4.8 Úpravy a celková hodnota pasiv (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Pasiva	113 321	104 968	103 853	106 279	110 867
Vlastní kapitál					
– Vyřazení neoperativního majetku	9 489	8 481	7 436	6 978	5 255
+ Rezervy	0	0	0	0	564
Cizí kapitál					
+ Leasingový závazek	891,92	445,96	0	0	0
– Neúročený CK	23 142	21 083	20 902	15 608	15 926
– Rezervy	0	0	0	0	564
Upravená pasiva	81 582	75 850	75 515	83 693	89 686

4.3.2 Vymezení operačního výsledku hospodaření NOPAT

Pro výpočet ukazatele *EVA* je nutné určit výši operačního výsledku hospodaření *NOPAT*. Zásadou pro výpočet *NOPAT* je dosažení symetrie mezi *NOA* a *NOPAT*. Z této zásady vyplývá, že pokud jsou zařazena aktiva do *NOA*, je nutné, aby náklady a výnosy s nimi související byly zařazeny do výpočtu *NOPAT*. Při výpočtu *NOPAT* se vychází

z výsledku hospodaření z běžné činnosti před zdaněním, který je upraven o následující položky.

Nákladové úroky

K výsledku hospodaření z běžné činnosti je nutné přičíst hodnotu nákladových úroků v jednotlivých letech, aby byly vyloučeny z výsledku hospodaření.

Tab. 4.9 Hodnota nákladových úroků (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Nákladové úroky	2 979	2 626	2 343	1 939	1 577

Implicitní úroky

Stejně jako z výsledku hospodaření byly vyloučeny nákladové úroky, musí být vyloučeny i úroky z finančního leasingu, jehož hodnota byla zařazena do *NOA*. Tzn. leasingové úroky, které jsou obsaženy v leasingových splátkách, budou také přičteny k VH. Díky splátkovým kalendářům poskytnutým od společnosti je vypočítána skutečná úroková sazba leasingu a následně vypočítány úroky. Pomocné tabulky pro výpočet jsou uvedeny v Příloze č. 3. V následující Tab. 4.10 je uvedena výše leasingových úroků.

Tab. 4.10 Hodnota leasingových úroků (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Leasingové úroky	233,04	144,97	32,11	0	0

Mimořádné položky

Z hospodářského výsledku z běžné činnosti se vyloučí také mimořádné položky, které se nebudou v příštích letech svou výší opakovat. U společnosti se jedná o položky související s prodejem dlouhodobého majetku, kdy jsou odečteny tržby z prodeje DHM a materiálu a přičtena zůstatková cena DHM a materiálu k VH.

Tab. 4.11 Mimořádné položky k DHM (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu	2 022	2 815	1 899	1 301	2 560
ZC prodaného dlouhodobého majetku a materiálu	1 760	1 356	925	689	705

Vliv změn vlastního kapitálu

Do *NOPAT* je nutné připočítat změny, které proběhly při úpravě pasiv a *NOA*. Se zařazeným majetkem do *NOA*, který je pořízen formou leasingu, je nutné vyloučit (tedy přičíst k VH) náklady, které s leasingem souvisí, a to leasingové splátky. Jednotlivá výše splátek traktoru CASE a rozmetadla hnojiv, vyplývající z dostupných splátkových kalendářů poskytnutých společností, je uvedena v Příloze č. 3. Výše leasingových splátek za pořízený majetek je uvedena v následující Tab. 4.12.

Tab. 4.12 Leasingové splátky (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Leasingová platba (původní náklad na leasing)	582,78	582,78	182,95	0	0

Se zařazeným majetkem formou leasingu souvisí i odpisy, které je třeba aktivovat a zahrnout tak do VH (tedy odečíst od VH). Výpočet odpisů je zmíněn výše při stanovení *NOA*, hodnota odpisů u pořízeného majetku na leasing je popsána v Tab. 4.5. V následující tabulce je uvedena již souhrnná hodnota odpisů pro oba stroje.

Tab. 4.13 Odpisy k leasingu (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Dodatečné odpisy – aktivovaný leasing	445,9608	445,9608	445,9608	0	0

Při výpočtu *NOA* byl z aktiv vyloučen neoperační majetek, který neslouží k základní podnikatelské činnosti. Proto je nyní nutné z výsledku hospodaření vyloučit (tzn. přičíst) odpisy týkající se tohoto neoperačního majetku. Výše odpisů v jednotlivých letech v souhrnné výši je uvedena v následující Tab. 4.14.

Tab. 4.14 Odpisy neoperativního majetku (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Odpisy – neoperativní majetek	1237	1237	1237	1237	1237

Vliv výše zmíněných úprav na výsledek hospodaření z běžné činnosti před zdaněním je souhrnně zachycen v následující Tab. 4.15.

Tab. 4.15 Upravený VH před zdaněním (v tis. Kč)

Položka		2008	2009	2010	2011	2012
VH za běžnou činnost před zdaněním		4 191	-7 645	2 507	8 851	8290
-	Dodatečné odpisy – aktivovaný leasing	445,9608	445,9608	445,9608	0	0
+	Odpisy neoperativního majetku	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
+	Nákladové úroky	2 979	2 626	2 343	1 939	1 577
+	Leasingové úroky	233,04	144,97	32,11	0	0
-	Tržby z prodeje DM a materiálu	2 022	2 815	1 899	1 301	2 560
+	ZC prodaného DM a materiálu	1 760	1 356	925	689	705
+	Leasingová platba	582,78	582,78	182,9509	0	0
VH z běžné činnosti před zdaněním – po úpravách		8 514,86	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	9 249,00

Úprava daní

Další úpravou při výpočtu *NOPAT* je vyjádření tzv. upravené daně. Upravená daňová sazba je vypočtena jako podíl splatné daně z příjmu za běžnou činnost a VH za běžnou činnost před zdaněním.

Tab. 4.16 Skutečná daňová sazba (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Daň z příjmů za běžnou činnost	0	0	0	0	564
VH za běžnou činnost před zdaněním	4 191	-7 645	2 507	8 851	8 290
Skutečná daňová sazba	0%	0%	0%	0%	6,80%

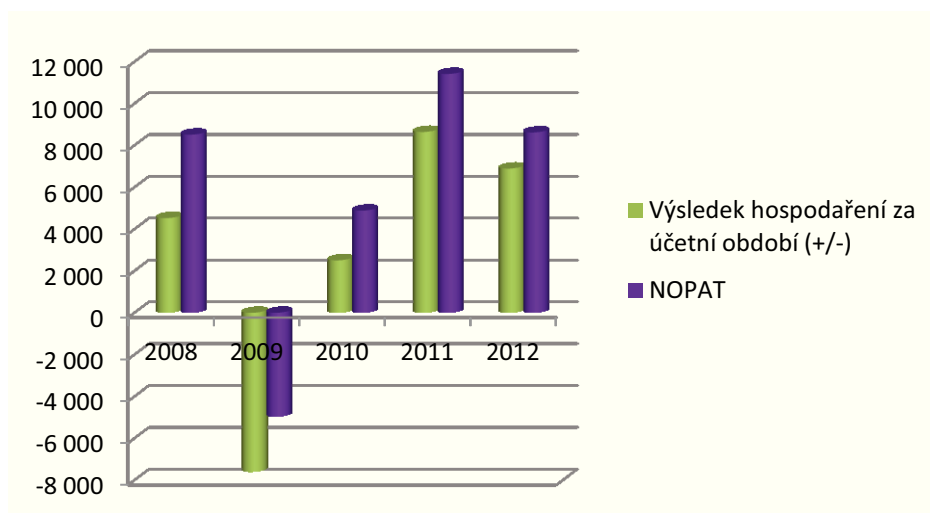
Jak je patrné z Tab. 4.16, společnost v roce 2008 – 2011 neodváděla finančnímu úřadu daň z příjmů právnických osob, jelikož stále neměla daňovou povinnost díky uplatnění ztráty z minulých let. Nyní lze přistoupit ke konečnému výpočtu ukazatele *NOPAT*, kdy se upravený VH z běžné činnosti před zdaněním vynásobí skutečnou daňovou sazbou. Konečný výpočet a výsledný *NOPAT* společnosti je uveden v následující Tab. 4.17.

Tab. 4.17 Výpočet NOPAT (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
VH z běžné činnosti před zdaněním – po úpravách	8 514,86	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	9 249,00
Skutečná daňová sazba	0%	0%	0%	0%	6,80%
Upravená daň	0	0	0	0	629,24
NOPAT	8 514,86	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	8 619,76

Na následujícím Obr. 4.5 je porovnán VH společnosti za účetní období a výsledný *NOPAT*.

Obr. 4.5 Srovnání VH po zdanění a *NOPAT* společnosti (v tis. Kč)



Jak je z grafu zřejmé, ve všech uvedených letech je vypočítaný *NOPAT* společnosti větší než původní výsledek hospodaření za účetní období. I v kritickém roce 2009, kdy společnost dosahuje největší ztráty za své působení, dosahuje vypočtený *NOPAT* menší ztráty než VH. Největší rozdíl mezi VH a *NOPAT* je v prvním sledovaném roce 2008 především díky nákladovým úrokům a odpisům neoperativního majetku. Lze říci, že zmíněné položky jsou hlavní příčinou rozdílu mezi *NOPAT* a VH ve všech sledovaných letech. Nejmenší rozdíl mezi položkami je v posledním sledovaném roce 2012, kdy společnost již nepožizuje majetek na leasing a také poprvé za sledovaná období odvádí daň z příjmů právnických osob.

4.3.3 Vymezení nákladů kapitálu

Poslední potřebnou částí před samotným výpočtem ukazatele *EVA* je vyčíslení celkových vážených průměrných nákladů na kapitál. Pro určení vážených průměrných nákladů na kapitál je nutné vymezit i náklady na vlastní a cizí kapitál. Veškeré náklady kapitálu jsou vypočítány dle popsané teorie v kapitole 3.2.3.

Náklady na cizí kapitál

Náklady na cizí kapitál jsou vyjádřeny nejen z bankovních úvěrů, ale také z leasingu, který si společnost vzala na pořizovaný majetek. V následující Tab. 4.18 je proveden výpočet úrokové míry z leasingu.

Tab. 4.18 Výpočet úrokové míry z leasingu

Položka	2008	2009	2010
Leasingový úrok	0,177	0,177	0,177
Daň	21%	20%	19%
Úroková míra z leasingu	14,02%	14,20%	14,38%

Leasingový úrok je vypočten jako průměr úrokových měr z leasingu, které jsou uvedeny v Příloze č. 3. Výsledná úroková míra z leasingu je tedy vypočtena jako součin leasingového úroku a daňového štítu. Daňový štít je vypočítán jako: 1 - sazba daně z příjmů právnických osob pro konkrétní zdaňovací období. V následující Tab. 4.19 je proveden výpočet úrokové míry z bankovních úvěrů.

Tab. 4.19 Výpočet úrokové míry z bankovních úvěrů (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
N úroky	2 979	2 626	2 343	1 939	1 577
Úvěry	28 735	30 040	26 599	25 675	23 052
Nominální úroková míra z úvěrů	10,37%	8,74%	8,81%	7,55%	6,84%
Daňový štít	0,79	0,80	0,81	0,81	0,81
Úroková míra z úvěrů	8,19%	6,99%	7,13%	6,12%	5,54%

Nominální úroková míra z úvěrů je vypočtena jako podíl nákladových úroků a úvěrů. Konečná úroková míra z úvěru je vypočtena jako součin nominální úrokové míry a daňového štítu. Po vyjádření obou úrokových měr lze přejít k samotnému výpočtu nákladů na cizí kapitál.

Tab. 4.20 Výpočet nákladů na cizí kapitál (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Úvěry	28 735	30 040	26 599	25 675	23 052
Leasingový závazek k začátku roku	938,38	588,65	150,84	0	0
Úroková míra z úvěrů	8,19%	6,99%	7,13%	6,12%	5,54%
Úroková míra z leasingu	14,02%	14,20%	14,38%	0	0
r_d	8,37%	7,13%	7,18%	6,12%	5,54%

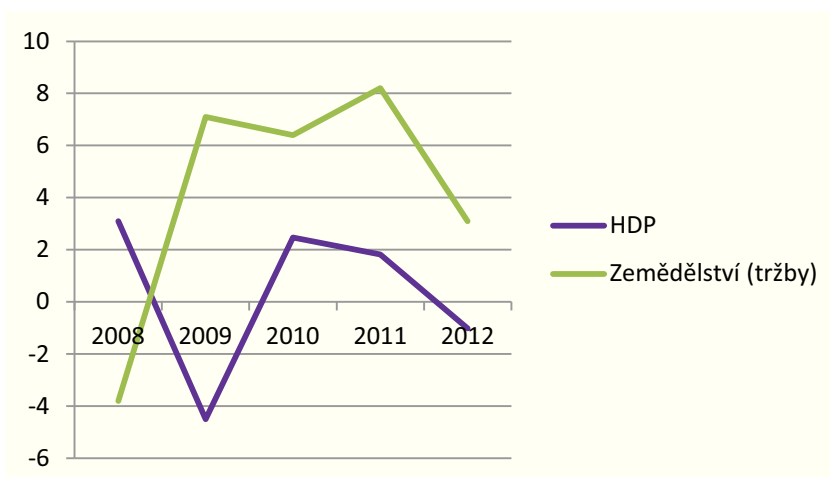
Celkové náklady na cizí kapitál r_d jsou vymezeny jako vážený průměr nákladů na cizí úročený kapitál, což v tomto případě jsou bankovní úvěry a leasingový závazek.

Náklady na vlastní kapitál

Pro vymezení nákladů na vlastní kapitál je použit model oceňování kapitálových aktiv CAPM-SML beta verze dle vzorce (3.8), který vychází z účetních dat a uskutečňuje se na bázi tržních přístupů. K vymezení nákladů na vlastní kapitál je potřebné zjistit bezrizikovou výnosovou míru, která je určena jako výnosnost desetiletých státních dluhopisů na roční bázi, tržní rizikovou prémii a beta koeficient. Bezriziková výnosová míra a tržní riziková premie jsou zjištěny z internetových stránek, které jsou uvedeny ve zdrojích [14] a [13].

Beta koeficient je stanoven na základě nezávislé prognózy β odvozením z analýzy obchodního a finančního rizika, jedná se o přímý odhad budoucí β . Odvětví zemědělství pro prognózu beta koeficientu musí být zařazeno do jedné z tříd obchodního rizika uvedených v Tab. 3.1. Třída obchodního rizika je stanovena na základě analýzy vývoje hrubého domácího produktu, tržeb v zemědělském odvětví, inflace a cen zemědělských výrobců. Tyto pomocné veličiny k odvození jsou zobrazeny v následujících grafech (Obr. 4.6 a Obr. 4.7).

Obr. 4.6 Vývoj HDP a tržeb v odvětví zemědělství (v %)



Zdroj: ČSÚ

Obr. 4.7 Vývoj inflace a cen zemědělských výrobců (v %)



Zdroj: ČSÚ

Nyní jsou z uvedených grafů stanoveny závěry pro výběr třídy obchodního rizika (*OR*). Z obou předchozích grafů je zřejmé, že tržby a ceny v zemědělském odvětví se nevyvíjí procyklicky s HDP ani s inflací. Systematické riziko v odvětví je dle Mařík (2003) tím nižší, čím je podíl variabilních nákladů v odvětví vyšší, což v odvětví zemědělství je splněno. Proto je dle uvedených tříd v Tab. 3.1 vybrána třída 2. Pro přírážku za finanční riziko (*FR*) je nejprve nutné vypočítat míru zadlužení společnosti a následně lze vybrat přírážku za finanční riziko dle Tab. 3.2. V následující Tab. 4.21 je zobrazena míra zadlužení společnosti a přiřazena přírážka za finanční riziko.

Tab. 4.21 Zadlužení společnosti

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
CK/VK	57,02%	67,20%	54,38%	44,25%	33,47%
Riziková přírážka <i>FR</i>	0,1	0,15	0,05	0	-0,05

Nyní je možné dle vzorce (3.10) vypočítat odhad β .

Tab. 4.22 Odhad β_e společnosti

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Riziková přírážka <i>OR</i>	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25	-0,25
Riziková přírážka <i>FR</i>	0,1	0,15	0,05	0	-0,05
β_e	0,85	0,9	0,8	0,75	0,7

Vyjádřením koeficientu β jsou získány všechny potřebné parametry pro výpočet nákladů vlastního kapitálu. Výpočet vlastních nákladů kapitálu dle vzorce (3.8) je uveden v následující Tab. 4.23.

Tab. 4.23 Náklady na vlastní kapitál

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
r_f	4,55%	4,67%	3,71%	3,79%	2,31%
$E(r_m) - r_f$	5,84%	7,10%	5,85%	6,28%	7,28%
β_e	0,85	0,90	0,80	0,75	0,70
r_e	9,51%	11,06%	8,39%	8,50%	7,41%

Průměrné vážené náklady kapitálu

Po vymezení nákladů na cizí a vlastní kapitál je možné vypočítat vážené průměrné náklady kapitálu dle vzorce (3.18). Vstupní údaje pro výpočet *WACC* a jejich konečná hodnota jsou uvedeny v následující Tab. 4.24.

Tab. 4.24 Výpočet *WACC* na základě účetních hodnot (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
<i>C</i>	81 582	75 850	75 515	83 693	89 686
<i>D</i>	29 627	30 486	26 599	25 675	2 2488
<i>E</i>	51 955	45 364	48 916	58 018	67 198
Daňová sazba	21%	20%	19%	19%	19%
r_e	9,51%	11,06%	8,39%	8,50%	7,41%
r_d	8,37%	7,13%	7,18%	6,12%	5,54%
<i>WACC</i>	9,10%	9,48%	7,96%	7,77%	6,94%

Jelikož ukazatel *EVA* patří mezi tržní ukazatele, vyvstává určitý problém s výpočtem *WACC*, které byly stanoveny z účetních hodnot kapitálu. Proto jsou dle Mařík (2003) *WACC* vypočteny dle iteračního postupu, kdy je odhadnuta výchozí struktura kapitálu pomocí oceňovacího procesu, poté je vypočtena hodnota podniku a dále je určena nová struktura kapitálu a následně vypočteny nové *WACC* na tržních datech. Pro vyjádření volných peněžních toků celkového kapitálu (*FCFF*) byl použit vzorec číslo (3.16). Hodnota podniku je vyjádřena pomocí vzorce (3.17), kdy je výpočet realizován pomocí perpetuity zpětně z posledního sledovaného roku k prvnímu. Hodnota vlastního kapitálu je stanovena jako rozdíl vyjádřené hodnoty podniku a cizího kapitálu. Hodnota podniku i hodnota vlastního kapitálu jsou výsledkem metody DCF entity. Po nalezení výsledné tržní struktury lze vyjádřit celkové průměrné vážené náklady kapitálu *WACC* dle vzorce (3.18).

Tab. 4.25 Vymezení *WACC* pomocí iteračního postupu (v tis. Kč)

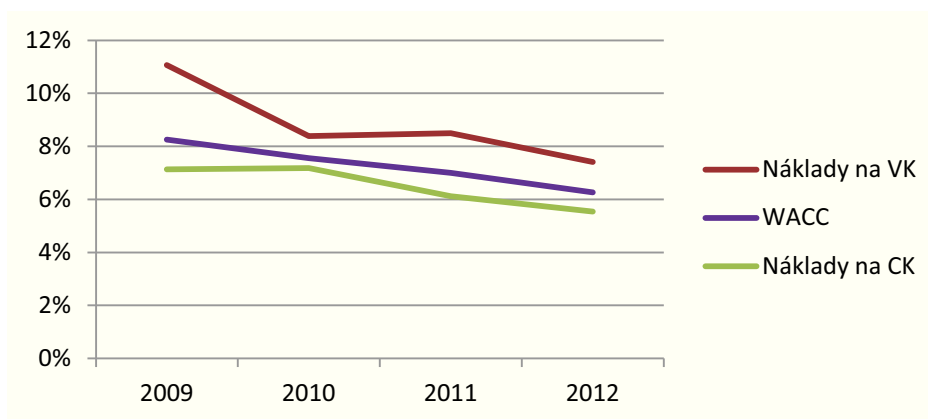
Položka	2009	2010	2011	2012
<i>NOPAT</i>	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	8 619,76
Odpisy	6 876,96	4 798	5 261	5 803
Investice	1 145	4 463	13 439	11 796
<i>FCFF</i>	772,75	5 217,06	3 237,00	2 626,76

Hodnota podniku H_b	41 453,93	44 102,18	42 215,13	41 932,61
Hodnota VK H_n	11 827,01	13 616,22	15 616,13	16 257,61

E/C	28,53%	30,87%	36,99%	38,77%
D/C	71,47%	69,13%	63,01%	61,23%
<i>WACC</i>	8,25%	7,55%	7,00%	6,26%

WACC, jak je zřejmé i na následujícím Obr. 4.8, je ve všech letech klesající, za příčinu lze považovat kapitálovou strukturu, ve které převažuje cizí kapitál. Vysoký podíl cizích zdrojů je pro podnik výhodnější, protože s sebou nese nižší náklady na pořízení kapitálu. Dále lze za příčinu klesajících *WACC* považovat výši r_e a r_d , které vůči sobě působí ve sledovaných letech většinou protichůdně, což lze také pozorovat na následujícím Obr. 4.8.

Obr. 4.8 Srovnání nákladů na VK, *WACC* a nákladů na CK



Vypočítané náklady kapitálu společnosti tedy dokládají všeobecnou teorii o nákladech, kdy náklady na vlastní kapitál jsou vyšší než náklady na kapitál cizí. Tedy nejdražší je vlastní kapitál a naopak nejlevnější je získání cizího kapitálu na rozvoj činnosti

společnosti. Klesající náklady na kapitál jsou pro vlastníky příznivé, protože přispívají k tvorbě hodnoty.

4.3.4 Zhodnocení finanční výkonnosti pomocí EVA-Entity

Na základě všech úprav a vymezení *NOPAT*, *NOA* a *WACC* je nyní možné vyjádřit hodnotu ukazatele *EVA* pomocí vzorce (3.2). V následující Tab. 4.26 jsou uvedeny vstupní údaje pro výpočet i výsledná hodnota ukazatele *EVA*.

Tab. 4.26 Ukazatel EVA (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012
<i>NOPAT_t</i>	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	8 619,76
<i>WACC_t</i>	8,25%	7,55%	7,00%	6,26%
<i>C_{t-1}</i>	81 582	75 850	75 515	83 693
<i>EVA</i>	-11 691,79	-845,08	6 129,98	3 377,03

Při výpočtu ukazatele *EVA* pro rok 2009 je nutné podotknout, že hodnota *C* (*NOA*) je udána k počátku roku 2009, jak je řečeno v publikaci Mařík (2003), a pro výpočet se použije tedy konečná hodnota roku 2008. Tento postup je zcela logický, protože aktiva, která jsou zařazena až v průběhu roku 2009, by nebyla používána celý rok a zkreslila by tak výsledek ukazatele *EVA*. Ve všech sledovaných letech je tedy použita hodnota *C* (*NOA*) ke konci předchozího období.

Jak je z tabulky patrné, společnost má v prvních dvou letech zápornou hodnotu *EVA*, lze konstatovat, že pro vlastníky netvoří žádnou ekonomickou přidanou hodnotu. V posledních dvou letech má společnost kladnou hodnotu ukazatele *EVA*, v těchto letech lze říci, že společnost vytváří určitou ekonomickou přidanou hodnotu pro vlastníky. Ukazatel *EVA* by měl mít rostoucí trend, avšak toto není v posledním roce dodrženo. Tento rostoucí trend ukazatele *EVA* podporují klesající průměrné vážené náklady na kapitál.

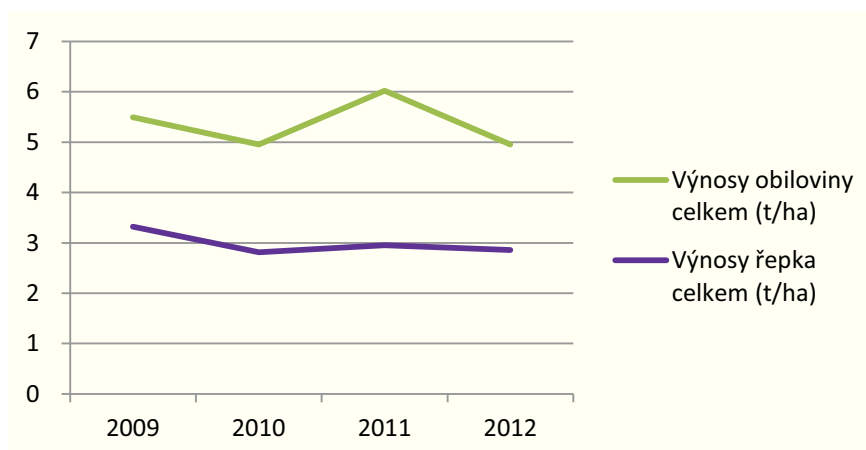
V prvním analyzovaném roce 2009 dosáhl ukazatel *EVA* nejvyšší, avšak záporné, hodnoty. V tomto roce výkonnost nestačí ani na pokrytí nákladů spojených s užitím kapitálu. Tuto hodnotu lze přisuzovat zápornému výsledku hospodaření, kdy společnost měla největší ztrátu za své působení. Příčiny této ztráty byly rozebrány výše u analýzy ukazatele ROE v podkapitole 4.2. Ačkoliv ceny výrobků společnosti i ostatních výrobců v odvětví klesaly (viz. Obr. 4.3), ceny vstupních faktorů a náklady na výrobu (jako

chemické prostředky, hnojiva a další) zůstaly cenově na úrovni minulého roku. Propad byl i u výkupní ceny mléka. Úpravy výsledku hospodaření na ukazatel *NOPAT*, jako jsou například přičtení odpisů z neoperativního majetku, úroků z leasingu, nákladových úroků, atd., sice přispěly ke snížení ztráty, avšak i přesto je výsledný *NOPAT* v záporných hodnotách. Na zápornou *EVA* měl vliv i vysoký podíl kapitálu, aktiva byla v tomto roce nejvyšší. Při úpravě aktiv společnosti na *NOA* bylo dosaženo nižší hodnoty díky odečtení neúročených CK a vyřazení neoperativního majetku, avšak *EVA* zůstala stále záporná i přes výše jmenované úpravy.

V roce 2010 společnost dosáhla zisku a to přispělo i k dosažení kladného *NOPAT*. I přes kladnou hodnotu *NOPAT* je však ukazatel *EVA* v záporných hodnotách. Ke zvyšování ukazatele *EVA* přispívá i pokles velikosti kapitálu společnosti, tedy celkových aktiv, a to především v oblasti krátkodobých pohledávek. Ovšem se snížením celkového kapitálu se zvyšuje podíl VK na celkovém kapitálu a tím působí na ukazatel *EVA* záporně, což vyplývá z pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* v následující podkapitole 4.5. V živočišné výrobě je příznivá situace u výkupní ceny mléka, která vzrostla až o 1,70 Kč/l. Dále se zlepšuje i situace na trhu se zemědělskými produkty a tak firma může zvýšit cenu svých výrobků, což je v rámci cenové politiky společnosti v tomto roce nutností. Společnost dosáhla zisku i díky poklesu nákladů na spotřebu materiálu a energie, která oproti minulému roku poklesla až o 3 miliony Kč. Tento příznivý pokles byl způsoben zrušením nerentabilního chovu prasat a výroby vepřového masa. Díky ukončení chovu prasat došlo k úspoře nákladů na spotřebu materiálu a energie spojených s tímto chovem.

V květnu 2010 přichází deštivé období, kdy není možné v rostlinné výrobě provést úkony jako hnojení a chemickou ochranu procesů, což se odráží ve výnosech rostlinné výroby, zejména v tržbách za řepku a obiloviny. Společnost je tak schopná zvýšením cen produktů kompenzovat ztrátu, která se odvíjí od vývoje počasí. Na následujícím Obr. 4.9 lze pozorovat ve zmiňovaném roce 2010 propad výnosu jak obilovin, tak řepky. Data o výnosech obilovin a řepky jsou za Olomoucký kraj, na jehož území společnost hospodář.

Obr. 4.9 Vývoj výnosů obilovin a řepky v Olomouckém kraji (t/ha)



Zdroj: ČSÚ

Rok 2011 je pro společnost nejziskovějším za sledované období a i hospodaření společnosti lze hodnotit pozitivně. Společnost díky vysokému *NOPAT* poprvé za sledované období dosáhla kladných hodnot ukazatele *EVA*. Poprvé lze tedy konstatovat, že společnost vytváří hodnotu pro vlastníky. Zisku bylo dosaženo díky příznivým klimatickým podmínkám, což zajistilo dobré výsledky u rostlinné výroby. Díky výsledkům v rostlinné výrobě mohlo být dosaženo dobrých výsledků i v živočišné výrobě, kde byl dostatek jak v objemu, tak v kvalitě píce pro krmení skotu. V tomto roce jsou nejvyšší tržby za zboží i za vlastní výrobky a služby díky zvyšujícím se cenám komodit, což se kladně projevuje v nejvyšším výsledku hospodaření za sledované období. Na vyšší hodnotu *EVA* působí i pokles investovaného kapitálu, tedy hodnota *NOA*.

V roce 2012 je dosaženo nižší hodnoty *EVA* než v předchozím roce. Tento výsledek lze přisuzovat poklesu *NOPAT* a také zvyšující se hodnotě *NOA*. Pokles *NOPAT* je možné přisuzovat nepříznivým klimatickým podmínkám, což se promítlo v rostlinné výrobě, kdy poklesla produkce senáží a sena. Na předchozím Obr. 4.9 je v roce 2012 zaznamenán opět pokles výnosu obilovin a řepky způsobený nepříznivým počasím. Avšak i přes tyto problémy byl rok 2012 úspěšný a bylo dosaženo zisku, především díky živočišné výrobě vlivem příznivých odbytových cen jak masa, tak mléka. Na ukazatel *EVA* dále působí negativně vliv zvyšujícího se podílu VK na celkovém kapitálu.

4.4 Rentabilita čistých aktiv (RONA)

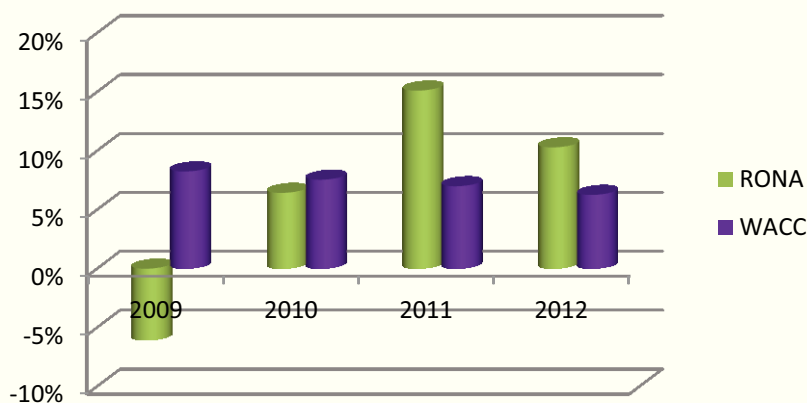
Ukazatel *RONA* vyjadřuje podíl *NOPAT* na čistých aktivech. Shodně jako při výpočtu ukazatele *RONA* je pro rok 2009 použita hodnota NOA_{t-1} , tedy hodnota *NOA* předchozího roku čili ke konci 2008 a tak i počáteční hodnota 2009. Ukazatel *RONA* je vypočítán dle vzorce (3.21). Vstupní údaje pro výpočet a výsledné hodnoty ukazatele jsou uvedeny v následující Tab. 4.27.

Tab. 4.27 Ukazatel *RONA* (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012
$NOPAT_t$	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	8 619,76
NOA_{t-1}	81 582	75 850	75 515	83 693
<i>RONA</i>	-6,08%	6,44%	15,12%	10,30%

Z tabulky je zřejmé, že ukazatel má rostoucí trend až do posledního roku, což je stejné jako u ukazatele *EVA*. Na následujícím Obr. 4.10 je srovnání ukazatele *RONA* s *WACC*.

Obr. 4.10 Srovnání *RONA* a *WACC*



Po srovnání ukazatele *RONA* a *WACC* v grafu výše je zřejmé, že ukazatel *RONA* je vyšší než *WACC* pouze v posledních dvou letech. V posledních dvou letech společnost tedy vytváří přidanou hodnotu a ukazatel *EVA* je kladný.

4.5 Pyramidový rozklad EVA

V této podkapitole jsou uvedeny poslední stupně pyramidového rozkladu ukazatele *EVA* s použitím výpočtu ukazatele *RONA*, jelikož ukazatel *RONA* zohledňuje komponenty

potřebné pro výpočet ukazatele *EVA*. Pyramidový rozklad je realizován analýzou odchylek prostřednictvím funkcionální metody dle podkapitoly 3.2.4. V následující Tab. 4.28 jsou uvedeny vlivy na změnu ukazatele *EVA* a pořadí jejich vlivu dle výše v absolutní hodnotě.

Tab. 4.28 Vlivy a jejich pořadí na ukazatel *EVA* (v tis. Kč)

Ukazatel	2009/2010		2010/2011		2011/2012	
	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu	vliv	pořadí vlivu
<i>EVA</i>	10 846,71	-	6 975,058	-	-2 752,95	-
<i>C (NOA)</i>	442,66	2.	-11,73	9.	496,92	5.
<i>NOPAT/T</i>	9 935,58	1.	4 281,55	1.	-2 494,84	1.
<i>T/C</i>	-84,02	8.	2 287,44	2.	-1 432,16	2.
<i>E/C</i>	-179,42	5.	-390,99	4.	-529,81	4.
r_f	224,45	4.	-20,55	8.	546,89	3.
β_e	151,39	6.	77,88	7.	125,27	9.
$E(r_m) - r_f$	248,42	3.	-85,58	6.	-267,90	8.
<i>D/C</i>	131,98	7.	307,73	5.	388,33	7.
r_d	-24,34	9.	529,31	3.	414,36	6.

Jak je patrné z předchozí tabulky, největší absolutní vliv na ukazatel *EVA* ve všech sledovaných letech má zisková marže neboli rentabilita tržeb (*NOPAT/T*). Tento kladný pozitivní vliv v letech 2009/2010 a 2010/2011 se projevil v rostoucí tendenci ukazatele *EVA*. Avšak v letech 2011/2012 působí zisková marže na ukazatel *EVA* záporně a v roce 2012 je ukazatel *EVA* u analyzované společnosti o 55 % nižší než v předchozím roce. Snížení ukazatele *NOPAT* a také tržeb je převážně přisuzováno nepříznivým klimatickým podmínkám v roce 2012.

V letech 2009/2010 má druhý největší pozitivní vliv na ukazatel *EVA* velikost kapitálu. Jako další významné vlivy působící na ukazatel *EVA* lze označit rizikovou přírážku, která mezi roky 2009/2010 zaznamenala pokles, což příznivě působilo na ukazatele *EVA*. Bezriziková úroková sazba mezi roky 2009/2010 poklesla a má tedy na ukazatele *EVA* pozitivní vliv. Největší záporný vliv na ukazatel *EVA* v těchto letech měl podíl VK na *C*. Na ukazatel *EVA* působí negativně zvyšování podílu vlastního kapitálu na celkovém kapitálu v letech 2009/2010 a 2010/2011, avšak společnost se nesnaží přílišně a

cíleně zvyšovat vlastní kapitál. Vlastní kapitál je zvyšován ve všech třech letech převážně díky VH z minulých let i za běžná účetní období.

V letech 2010/2011 má druhý největší absolutní pozitivní vliv podíl tržeb na celkovém kapitálu. Tržby v roce 2011 oproti roku 2010 vzrostly až o 30 % díky dobrým klimatickým i tržním podmínkám. Na ukazatel *EVA* má třetí největší pozitivní vliv klesající r_d . Pokles je způsoben snížením úrokové míry z leasingu, která již v roce 2011 ve výpočtu nefiguruje, jelikož v roce 2010 je leasing splacen. Podíl CK na *C* má také kladný vliv na *WACC* a tím působí kladně i na ukazatel *EVA* ve všech sledovaných letech. V období 2010/2011 je vliv r_f na *EVA* negativní, jelikož bezriziková sazba mezi roky vzrostla. Jedině v letech 2010/2011 působí na *EVA* kapitál (NOA) a jeho pokles negativně.

V roce 2011/2012 má druhý největší vliv opět podíl tržeb na kapitálu, avšak tento vliv je záporný. Tento záporný vliv zavinil pokles tržeb mezi roky, příčina jejich poklesu byla objasněna výše u analýzy ukazatele *EVA* (kap. 4.3.4). Třetí pozitivní vliv na ukazatel *EVA* je způsoben bezrizikovou sazbou, která má vliv na r_e a působí tedy pozitivně i na *WACC* a ukazatel *EVA*. Čtvrtý, avšak záporný, vliv na ukazatel *EVA* má podíl VK na celkovém kapitálu, tento záporný vliv způsobuje jak zvyšující se VK, tak zvyšující se celkový kapitál.

4.6 Rentabilita hrubých aktiv (CROGA)

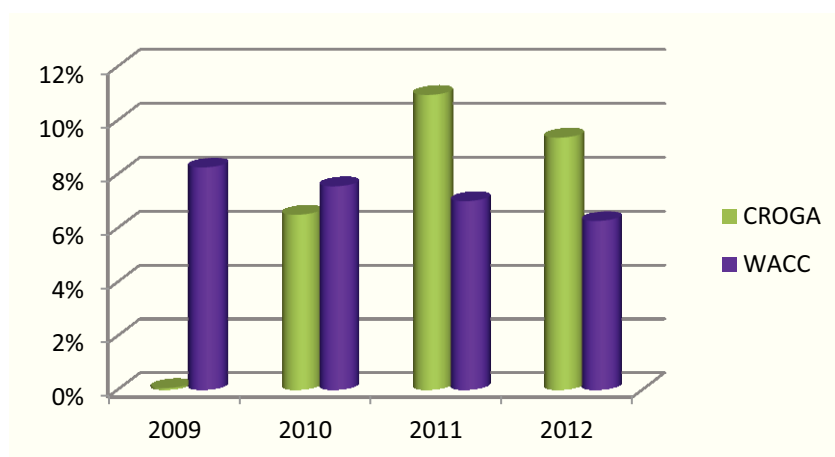
Cash flow rentabilita hrubých aktiv *CROGA* vyjadřuje podíl provozního cash flow a hrubých aktiv a je vypočítána dle vzorce (3.22). Údaje potřebné pro výpočet ukazatele a jeho výsledek je uveden v následující tabulce.

Tab. 4.29 Ukazatel *CROGA* (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012
Provozní CF	68	8 542	15 142	13 934
Hrubá aktiva	124 086	131 484	138 349	148 876
<i>CROGA</i>	0,05%	6,50%	10,94%	9,36%

Pro posouzení výsledků ukazatele *CROGA* je nutné znát i průměrné vážené náklady kapitálu (*WACC*). Porovnání *CROGA* a *WACC* vyjadřuje následující Obr. 4.11.

Obr. 4.11 Srovnání *CROGA* a *WACC*



Stejně jako ukazatel *RONA*, tak i *CROGA* přesahuje *WACC* v posledních dvou letech. Tedy i podle ukazatele *CROGA* společnost vytváří hodnotu pro vlastníky pouze v posledních dvou letech 2011 a 2012.

4.7 Analýza výkonnosti společnosti prostřednictvím ukazatele *CFROI*

Ukazatel rentability investic *CFROI*, který je založen na peněžních tocích, se řadí mezi komplexnější ukazatele a zahrnuje více hledisek než ukazatel *EVA*. Ukazatel *CFROI* je založen na srovnání peněžních toků společnosti plynoucích vlastníkům s vloženými celkovými aktivy. Ukazatel *CFROI* vychází shodně jako ukazatel *EVA* z finančních výkazů, tato účetní data musí být ale převedena na ekonomická. Pro samotný výpočet ukazatele je nutné upravit jednotlivé veličiny tak, jak je popsáno v kapitole 3.5.

4.7.1 Doba ekonomické životnosti

Výpočet doby ekonomické životnosti odepisovaných aktiv udává, jaká je předpokládaná doba využitelnosti aktiv a jak dlouho budou aktiva schopna produkovat hotovost. Dlouhodobý majetek je upraven o položky, které se neodepisují a také o nedokončený majetek, který by dobu životnosti zkreslil. Poté je možné zjistit dobu ekonomické životnosti dle vzorce (3.25), která je vyjádřena jako podíl odepisovaných aktiv a ročních odpisů. Postup výpočtu a výsledná doba životnosti aktiv v letech jsou uvedeny v následující Tab. 4.30.

Tab. 4.30 Doba životnosti aktiv (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý hmotný majetek (brutto)	111 959	115 021	119 768	119 768	124 337
+ Dlouhodobý nehmotný majetek (brutto)	1 371	1 498	1 498	1 498	1 498
- Nedokončený DHM	57	286	478	1257	771
- Pozemky	2 829	3 309	3 655	4 206	5 965
Odepisovaný majetek	110 444	112 924	117 133	115 803	119 099
Odpisy	7 689	7 668	6 035	6 498	7 040
Doba životnosti aktiv	14	15	19	18	17

4.7.2 Brutto investiční báze (BIB)

Brutto investiční báze je vyjádřena jako součet odepisovaných a neodepisovaných aktiv, v literatuře bývá *BIB* označena jako počáteční investiční výdaj. Výchozí údaje z rozvahy je nutné upravit podobně jako pro výpočet předchozího ukazatele *EVA*.

Odepisovaná aktiva byla vyjádřena již v předchozí Tab. 4.30, která sloužila pro výpočet doby ekonomické životnosti aktiv. Dle Pavelková (2009) by měla být tato aktiva upravena o inflaci k datu ocenění pomocí deflátoru HDP nebo pomocí cenových indexů výrobců. Jelikož externímu analytikovi nejsou dostupné podstatné informace o struktuře majetku a datu zařazení jednotlivého majetku do aktiv, na tento krok výpočtu v práci nebude brán zřetel a je počítáno s hodnotou odepisovaných aktiv vycházející z výkazů společnosti.

V následující Tab. 4.31 je zachycen výpočet odepisovaných aktiv celkem, kdy se k odepisovanému majetku přičte nedokončený dlouhodobý hmotný majetek, který se při vyčíslení odepisovaného majetku odčítal, jelikož by zkreslil předchozí výpočet doby ekonomické životnosti. Hodnotu tohoto nedokončeného dlouhodobého majetku je vhodné zahrnout, protože po dokončení se stane odepisovaným majetkem. Dále je doporučeno k hodnotě odepisovaného majetku přičíst také hodnotu leasingu a odečíst hodnotu neoperativního majetku stejně jako u ukazatele *EVA*, aby byl *CFROI* počítán s využívanými odepisovanými aktivy.

Tab. 4.31 Odepisovaná aktiva (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Odepisovaný majetek	110 444	112 924	117 133	115 803	119 099
+ Nedokončený DHM	57	286	478	1257	771
+ Leasing (ZC)	891,922	445,961	0	0	0
- Neoperativní majetek	9 432	8 195	6 958	5 721	4 484
Odepisovaná aktiva celkem	101 961	105 461	110 653	111 339	115 386

Pro výpočet *BIB* je nutné zjistit také **neodepisovaný majetek**, kdy pro jeho výpočet je nutné vyjádřit čistý pracovní kapitál, který zahrnuje tzv. monetární aktiva. Monetární aktiva jsou tvořena krátkodobým finančním majetkem, pohledávkami a přechodnými aktivy, což je aktivní časové rozlišení. Dále je nutné do monetárních aktiv zahrnout také dlouhodobý finanční majetek, pokud jde tedy o investice s podstatným vlivem a dopadem do hlavní činnosti podniku. U společnosti jsou to právě podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem a ostatní dlouhodobé cenné papíry a podíly, ovšem tyto ostatní podíly souvisí s hlavní činností společnosti, jak je vysvětleno výše v podkapitole 4.3.1.

Dále jsou odečteny od monetárních aktiv neúročené závazky a přičtena hodnota zásob, vznikne čistý pracovní kapitál, k němuž je dále přičtena hodnota pozemků. Tímto popsaným postupem je vymezena hodnota neodepisovaného majetku. U přičtení zásob a pozemků vzniká problém, že by tyto účetní hodnoty měly být upraveny o inflaci. Ovšem vzhledem k neznámé struktuře majetku a době jeho zařazení do aktiv se nebere na tento krok zřetel a je opět počítáno s hodnotami vycházejícími z rozvahy společnosti a tyto hodnoty nejsou převedeny na současné reálné ceny. V následující Tab. 4.32 je popsán výpočet neodepisovaného majetku zachycen.

Tab. 4.32 Neodepisovaný majetek (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Oběžná aktiva (bez zásob)	12 743	7 063	9 958	8 430	7 997
+ Dlouhodobý finanční majetek	52	52	52	692	52
+ Přechodná aktiva	263	136	74	44	50
Monetární aktiva	13 058	7 251	10 084	9 166	8 099
- Neúročený CK	23 142	21 083	20 902	15 608	15 926
+ Zásoby	18 632	17 180	16 264	17 868	21 928
Čistý pracovní kapitál	8 548	3 348	5 446	11 426	14 101
+ Pozemky	2 829	3 309	3 655	4 206	5 965
Neodepisovaný majetek celkem	11 377	6 657	9 101	15 632	20 066

Nyní je možné vyjádřit **brutto investiční bázi** jako součet odepisovaných aktiv a neodepisovaných aktiv. *BIB* představuje ve výpočtu *CFROI* počáteční kapitálový výdaj. Hodnota *BIB* a vstupní komponenty pro výpočet jsou uvedeny v následující Tab. 4.33.

Tab. 4.33 Brutto investiční báze (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
Odepisovaná aktiva celkem	101 961	105 461	110 653	111 339	115 386
Neodepisovaný majetek celkem	11 377	6 657	9 101	15 632	20 066
Brutto investiční báze	113 338	112 118	119 754	126 971	135 452

4.7.3 Brutto cash flow (BCF)

Brutto cash flow vyjadřuje peněžní toky z obchodních operací bez ohledu na zvolený způsob financování. Stejně jako u ukazatele *EVA* je při výpočtu *BCF* vycházeno z výsledku hospodaření z běžné činnosti, který podléhá dalším úpravám. Zjednodušeně lze tedy hodnotu *BCF* vymezit jako *NOPAT*, který je navýšen o odpisy majetku, poté je snížen o odpisy neoperativního majetku a navýšen o odpisy leasingu. Poslední dvě uvedené úpravy vychází z přístupu, že *NOPAT* musí být upraven o změny rozvahy s dopadem do zisku podobně jako je tomu při výpočtu *EVA* dle Pavelková (2009). Postup výpočtu brutto cash flow je uveden v následující Tab. 4.34.

Tab. 4.34 Brutto cash flow (v tis. Kč)

Položka	2008	2009	2010	2011	2012
<i>NOPAT</i>	8 514,86	-4 959,21	4 882,10	11 415,00	8 619,76
+ Odpisy	7 689	7 668	6 035	6 498	7 040
- Odpisy z neoperativního majetku	1 237	1 237	1 237	1 237	1 237
+ Odpisy z leasingu	445,96	445,96	0	0	0
Brutto cash flow	15 412,82	1 917,75	9 680,10	16 676,00	14 422,76

4.7.4 Zhodnocení ukazatele CFROI

Dle výše vypočítaných komponentů pro výpočet *CFROI* je nyní jeho hodnota vyjádřená dle vzorce (3.23) jako výpočet vnitřního výnosového procenta. Při výpočtu ukazatele *EVA* pro rok 2009 je použita hodnota *C (NOA)*, která je udána k počátku roku 2009, jak je řečeno v publikaci Mařík (2003), stejně je tomu u ukazatele *CFROI*, kdy pro brutto investiční bázi a neodepisovaný majetek bude použita při výpočtu *CFROI* roku 2009 hodnota dílčích komponentů k počátku roku 2009, tedy ke konci roku 2008. Ve všech sledovaných letech je tedy použita hodnota brutto investiční báze a neodepisovaného majetku ke konci předchozího období. Vstupní údaje pro výpočet a výsledná hodnota *CFROI* jsou popsány v následující Tab. 4.35.

Tab. 4.35 Výpočet *CFROI* (v tis. Kč)

Položka	2009	2010	2011	2012
Brutto investiční báze	113 338	112 118	119 754	126 971
Brutto cash flow	1 917,75	9 680,10	16 676,00	14 422,76
Neodepisovaný majetek celkem	11 377	6 657	9 101	15 632
Doba životnosti aktiv	15	19	18	17
<i>CFROI</i>	-9,01%	5,79%	12,32%	8,98%

Ukazatel *CFROI* má rostoucí trend až do roku 2012. V roce 2009 je dosaženo nejnižší hodnoty ukazatele, kdy hodnota *CFROI* je -9,01 %, tohoto nízkého výsledku bylo dosaženo především kvůli snížení hodnoty brutto cash flow. Hodnota brutto cash flow v roce 2009 poklesla oproti roku 2008 o více jak 13 mil. Kč. Veličina brutto cash flow vychází z ukazatele *NOPAT*, který je v roce 2009 záporný a příčiny tohoto poklesu, a také poklesu výsledku hospodaření, byly rozebrány v podkapitole 4.2.

Rok 2010 je již pro společnost příznivější, i když se společnost nevrátila na úroveň roku 2008, zvláště kvůli vývoji počasí, což již bylo objasněno v podkapitole 4.3.4. V roce 2010 je dosaženo zisku a tak je i *NOPAT*, z něhož vychází brutto cash flow, kladný. Na *CFROI* pozitivně působí zvýšení již zmiňovaného brutto cash flow a naopak negativně ovlivňuje *CFROI* snížení neodepisovaného majetku. Snížení hodnoty neodepisovaného majetku mezi roky 2008 a 2009 lze přisuzovat především splaceným krátkodobým pohledávkám.

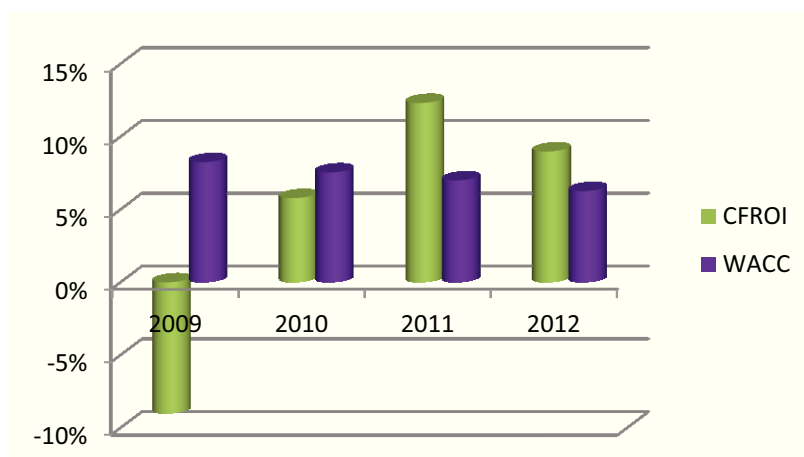
Rok 2011 je v rámci ukazatele *CFROI* nejvýznamnějším, hodnota *CFROI* je nejvyšší a jeho výše činí 12,32 %. Ukazatel vzrostl oproti předchozímu období o více jak 50 % a tento růst je způsoben převážně rostoucím brutto cash flow. Na růst brutto cash flow pozitivně působí ukazatel *NOPAT*, který byl nejvyšší za sledované období. V roce 2011 panovaly příznivé klimatické podmínky, bylo dosaženo dobrých výsledků u rostlinné výroby a také v oblasti živočišné výroby. V tomto roce jsou zaznamenány nejvyšší tržby za zboží i za vlastní výrobky a služby a také je registrována nejvyšší přidaná hodnota ve sledovaných letech. Ke zvýšení ukazatele *CFROI* přispěl neodepisovaný majetek, který vzrostl především díky krátkodobým pohledávkám z obchodních vztahů a také kvůli dohadným účtům aktivním.

Rok 2012 lze považovat také za příznivý pro společnost, avšak není dosaženo tak vynikajících výsledků jako v roce 2011, hodnota ukazatele *CFROI* klesla. V roce 2012 byl u společnosti zaznamenán zisk a na hodnotu brutto cash flow působil příznivě kladný *NOPAT*. Ovšem hodnota brutto cash flow není tak vysoká jako v přechodném roce, brutto investiční báze stále roste a dochází proto k poklesu ukazatele *CFROI*. Růst neodepisovaného majetku měl pozitivní vliv na *CFROI*. Neodepisovaný majetek vzrostl díky poklesu neúročeného CK mezi roky 2010 a 2011, došlo k zaplacení závazků z obchodních vztahů a k poklesu krátkodobých přijatých záloh. Neodepisovaný majetek se také zvýšil vlivem růstu zásob mezi roky 2010 a 2011, kdy společnost zařadila mezi oběžný majetek další zvířata. Do oběžného majetku se zařazují zvláště mladá zvířata a zvířata ve výkrmu.

Zhodnocení finanční výkonnosti pomocí $CFROI_{spread}$

Podstatou hodnocení je srovnání hodnoty *CFROI* s průměrnými váženými náklady na kapitál. Jejich srovnání zachycuje následující Obr. 4.12.

Obr. 4.12 Srovnání *CFROI* a *WACC*



Z grafu je zřejmé, že v prvních dvou sledovaných letech 2009 a 2010 je spread negativní, což znamená, že společnost ničí hodnotu a návratnost investic je nízká. Ukazatel *CFROI* by společnost měla zvýšit především pomocí zvyšování zisku a vhodnějším využitím a umístěním majetku. V dalších letech společnost tento požadavek splnila a dochází k růstu *CFROI*, hlavním důvodem je v roce 2011 velký nárůst brutto cash flow a také zvyšující se hodnota neodepisovaného majetku, zvláště vlivem klesající položky neúročeného CK. V letech 2011 a 2012 je dosaženo pozitivního spreadu, společnost tedy tvoří hodnotu a má vhodně umístěný kapitál. Společnost v uvedených letech 2011 a 2012 zhodnotila vložené prostředky více, než jsou reálné náklady na kapitál.

4.8 Zhodnocení výsledků a doporučení pro zvýšení finanční výkonnosti

V následující Tab. 4.36 jsou shrnuty výsledné hodnoty analyzovaných ukazatelů za období 2009 – 2012. Jde o ukazatel *EVA* a porovnání hodnoty ukazatelů *RONA*, *CROGA* a *CFROI* s *WACC* (spread).

Tab. 4.36 Výsledné hodnoty *EVA* (v tis. Kč) a *RONA_{spread}*, *CROGA_{spread}*, *CFROI_{spread}*

Položka	2009	2010	2011	2012
<i>EVA</i>	-11 691,79	-845,08	6 129,98	3 377,03
<i>RONA_{spread}</i>	-14,33%	-1,11%	8,12%	4,04%
<i>CROGA_{spread}</i>	-8,20%	-1,05%	3,95%	3,10%
<i>CFROI_{spread}</i>	-17,26%	-1,76%	5,32%	2,72%

Dle výsledků všech ukazatelů ve sledovaných čtyřech letech je shodná situace. V prvních dvou letech 2009 a 2010 je dosaženo záporné hodnoty *EVA* a také záporných

spreadů ostatních ukazatelů. Lze tedy konstatovat, že společnost ani podle jediného měřítka nevytváří hodnotu v prvních dvou letech. V posledních dvou letech je dosaženo kladné *EVA* a také je dle ostatních ukazatelů a při vyjádření jejich pozitivních spreadů zřejmé, že společnost vytvářela hodnotu. Společnost v posledních dvou letech vhodně umisťovala kapitál, měla zvolenu vhodnou cenovou politiku a v průběhu všech let snižovala své průměrné vážené náklady kapitálu. Všechny analyzované moderní ukazatele hodnocení finanční výkonnosti vychází ve větší či menší míře z výsledku hospodaření, toto tvrzení dokládá i pyramidový rozklad ukazatele *EVA*, kde ve všech sledovaných letech má na ukazatel největší vliv právě rentabilita tržeb (*NOPAT/T*). U všech ukazatelů lze sledovat rostoucí trend do roku 2011, což lze hodnotit příznivě. V roce 2012 však panují nepříznivé klimatické podmínky, je dosaženo nižšího VH než v předchozím roce, a proto všechny ukazatele zaznamenaly v roce 2012 pokles.

Jako možnosti zvýšení hodnoty *EVA* byly formulovány čtyři cesty, které jsou objasněny v podkapitole 3.2.5. V případě analyzované společnosti lze doporučit zvýšení *NOPAT* úsporou osobních nákladů. Průměrný počet zaměstnanců společnosti je 55, z toho 4 jsou řídicí pracovníci. S ohledem na roční období a vykonávané činnosti v rostlinné výrobě, jako je například úprava polí a následná péče o plodiny, vzniká mezidobí, kdy na polích nelze provádět žádné činnosti. Proto lze navrhnout v období od listopadu do března propuštění nepotřebných sezónních pracovníků, jde zejména o řidiče traktorů a strojů. Pro analyzované období je možné průměrně propustit celkem 10 zaměstnanců. Nejprve je nutné vyčíslit úsporu osobních nákladů z titulu hrubých mezd 10 pracovníků, poté se z vyjádřených hrubých mezd vyčíslí úspora nákladů na SP a ZP placené zaměstnavatelem, které činí úhrnně 34 %. Úspora osobních nákladů díky propuštění sezónních zaměstnanců činí v průměru 7 % ročně za sledované období let 2009 – 2012. Toto snížení osobních nákladů se projeví ve zvýšení ukazatele *NOPAT*, což bude mít pozitivní vliv na ukazatel *EVA*.

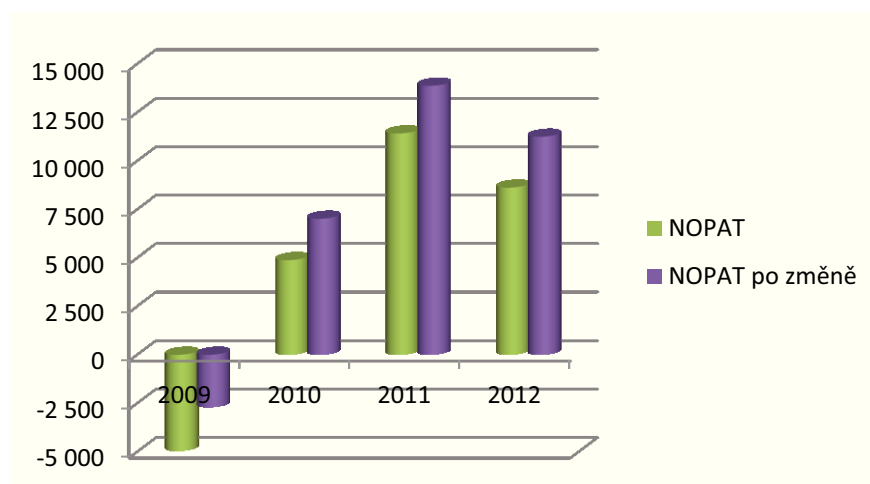
Analyzované společnosti lze také doporučit úsporu nákladů v největší nákladové položce, ve výkonové spotřebě, která má v průměru za sledované období podíl 60 % z celkových nákladů. Ve výkonové spotřebě by tak došlo ke snížení v položce spotřeby materiálu a energie. Nyní je na trhu dodavatelů elektrické energie konkurenční prostředí, které dává možnost k tzv. aukcím, kdy jednotlivec či skupina si mohou tzv. vysoutěžit lepší cenu elektrické energie. Pro společnost by vysoutěžená cena byla přínosem, protože na

elektrickou energii běží neustále například chlazení mléka, dojící linka, ventilace a další. Dle [16] lze pomocí aukce průměrně uspořit 20 – 25 % nákladů na elektrickou energii, výsledek se však odvíjí od nastavených podmínek firmy, její velikosti a dalších faktorů. Obecně se u větších firem úspora pohybuje kolem 20 %, v případě analyzované společnosti byla zvolena nižší úroveň úspory. Pokud by se společnost do této aukce zapojila, může na nákladech na elektrickou energii ušetřit 15 %. Za sledované období 2009 – 2012 by průměrná roční úspora nákladů na spotřebu elektrické energie činila 4 %.

Po realizaci obou navržených doporučení by bylo možné dosáhnout průměrné roční úspory na celkových nákladech ve výši 3 %.

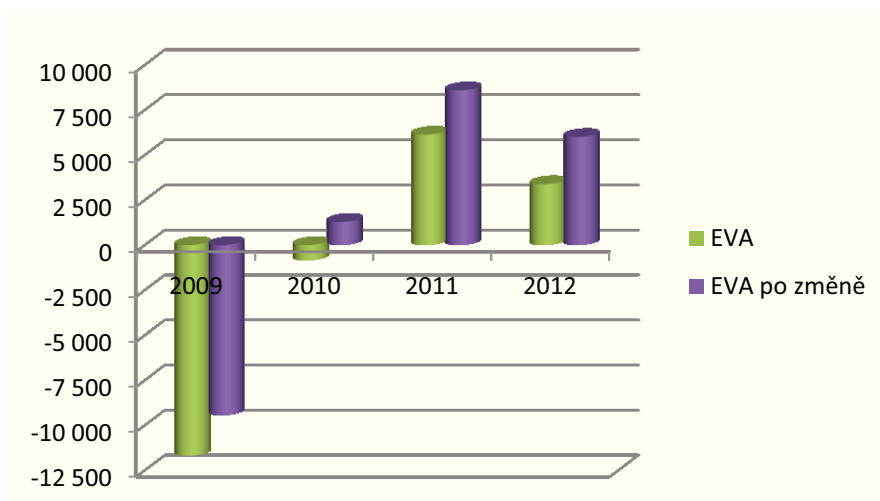
Na následujícím Obr. 4.13 je zachyceno zvýšení *NOPAT* po aplikaci doporučení a srovnání s původní výší *NOPAT*.

Obr. 4.13 Původní *NOPAT* a *NOPAT* po změně



Jelikož navržená doporučení přímo působí na tvorbu VH a *NOPAT*, toto snížení nákladů by pozitivně ovlivnilo všechny sledované moderní ukazatele. Na následujícím Obr. 4.14 je zachycena změna ukazatele *EVA* po aplikaci doporučení ve formě snížení nákladů, které pozitivně působí na *NOPAT* i na ukazatel *EVA*.

Obr. 4.14 Původní *EVA* a *EVA* po změně



Pro zvyšování finanční výkonnosti podniku je důležité sledovat majetkovou strukturu společnosti v položkách dlouhodobých aktiv, zásob, pohledávek a finančního majetku. Dlouhé doby obratu majetku s sebou přináší vysoké náklady a zapříčiňují ušlé zisky. V analyzované společnosti je dodrženo pravidlo solventnosti, kdy doba obratu pohledávek je ve všech sledovaných letech nižší než doba obratu závazků.

Vedení společnosti by se mělo snažit zamezit případnému plýtvání a neúčelnému vynakládání nákladů. V této oblasti je možné využít rozpočtování nákladů. Nejdříve je nutné určit, jaké množství výkonů je daná oblast zemědělské výroby schopna za čtvrtletí vyprodukovat a podle minulého období vyčíslit náklady, které jsou pro výrobu plánovaného počtu výkonů potřebné. Náklady zahrnované do rozpočtu je nutné optimalizovat na minimální úroveň, se kterou je možné zajistit požadované množství výkonů v nezměněné kvalitě.

Největší položkou v oblasti nákladů společnosti je ve všech sledovaných letech výkonová spotřeba. Tyto náklady jsou ve společnosti přímo spotřebovávány rostlinnou a živočišnou výrobou, proto je jejich optimalizace významná. Společnost zajišťuje vstupy pro výrobu ve velkých objemech od stálých smluvních partnerů a některé vstupy, jako například píce pro skot, zajišťuje vlastní činností v oblasti rostlinné výroby. Vlastní výroba některých vstupů je pro společnost účelná, obvykle je možné přebytky vstupů prodat. Dlouhodobé vztahy s dodavateli vstupů mají své výhody, nespornou výhodou dlouhodobých vztahů s dodavateli je pružnost dodávek a také znalost požadavků společnosti. Jedná se například o opakované dodávky hnojiv, krmiv, paliva pro čerpací stanici apod. a dodavatelé také mohou poskytovat společnosti věrnostní prémie nebo slevy. Ovšem i přes dobré vztahy

s dodavateli by neměl být zanedbáván průzkum trhu, musí dojít ke srovnání dodavatelů nejen cenovému, ale také kvalitativnímu. Výhodnější pořízení vstupů by také mohlo přispět ke snížení nákladů na materiál a služby.

Odvětví zemědělství a vývoj tržeb v odvětví se nevyvíjí procyklicky, toto odvětví je závislé na specifických faktorech, např. u sledované společnosti jde o vývoj klimatických podmínek, výkupní cenu mléka a dále také cenovou politiku ostatních konkurentů u stejných produkováných výrobků a služeb. Počasí je zde opravdu silným faktorem, který nelze ovlivnit a okamžitě se projeví ve výnosech společnosti. Například pokud je počátek jara mrazivý, může mrazík zničit první porost polí. Dále v deštivém jaru v rostlinné výrobě není možné vykonat úkony, jako je hnojení plodin a postřik apod. Při nadměrných srážkách v létě nebo krupobití může dojít ke zničení vypěstovaných plodiny.

Vlivem nepříznivého počasí může dojít k částečným nebo úplným ztrátám pěstovaných komodit a tak se výrazně sníží i výnosy a dochází ke vzniku ztráty z činnosti, jak je tomu v analyzovaném roce 2009. Proti vývoji klimatických podmínek a riziku, že kupříkladu krupobití zničí pěstované plodiny, se lze bránit pojištěním. Pojištění je jediná možnost, jak svou budoucí pravděpodobnou ztrátu značně eliminovat a docílit tak jejího částečného pokrytí. Ovšem i toto zajištění proti budoucím ztrátám ve formě pojištění s sebou nese určité množství peněžních prostředků, které je nutné při pojištění vynaložit.

Pro efektivní fungování zemědělského podniku jsou také nutné dotace a podpory. Pro zvýhodnění odvětví zemědělství a dosažení konkurenceschopného postavení odvětví v rámci EU slouží podpora státu ve formě tzv. zelené nafty. Společnosti provozující zemědělskou výrobu vzniká určitý nárok na vrácení části spotřební daně z minerálních olejů. Na začátku roku 2014 došlo na krátkou dobu k přerušení tohoto daňového zvýhodnění, avšak v dubnu 2014 vláda opět rozhodla o jejím znovuzavedení v průběhu roku. Další podporou státu v oblasti daňové politiky je například u daně z nemovitých věcí posunutí první splátky daně u zemědělské výroby až do konce srpna, kdy je již většina plodin sklizená a je tzv. po žních.

V oblasti zemědělství lze využít mnoho dotačních programů jak ze státních podpor, tak z podpor EU. Sledovaná společnost se snaží tyto dotační programy využívat a klade důraz na dodržování všech zásad správné zemědělské a hospodářské praxe a kontroly podmíněnosti, opatření vyplývajících z havarijního plánu, dodržuje zásady bezpečnosti práce a požární ochrany a v neposlední řadě dbá na požadavky životního prostředí.

V posledních letech při kontrolách Státního zemědělského a intervenčního fondu, Ústředního kontrolního a zkušebního ústavu zemědělského a kontroly ohledně dotační politiky nebyly shledány ve společnosti žádné závažné nedostatky, které by způsobily krácení výplaty dotací.

5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo zhodnocení finanční výkonnosti společnosti ZS Bohuslavice, a.s., pomocí vybraných moderních metod měření výkonnosti podniku. Zvolenými metodami pro hodnocení podniku byla ekonomická přidaná hodnota (*EVA*), rentabilita čistých aktiv (*RONA*), cash flow rentabilita hrubých aktiv (*CROGA*) a rentabilita investic založená na peněžních tocích (*CFROI*). Pro hodnocení finanční výkonnosti společnosti ZS Bohuslavice bylo zvoleno čtyřleté období od 1. ledna 2009 do 31. prosince 2012.

Druhá a třetí kapitola byla věnována teoretické části práce. V druhé kapitole byla obecně popsána finanční výkonnost podniku, nejprve byla charakterizována jednotlivá pojetí finanční výkonnosti, poté byly definovány faktory ovlivňující výkonnost a rozebrán vývoj metod hodnocení finanční výkonnosti od účetních metod po metody tržní. V třetí kapitole byly specifikovány moderní metody hodnocení finanční výkonnosti a bylo provedeno srovnání tradičních a moderních metod hodnocení výkonnosti. Dále byla definována ekonomická přidaná hodnota, rentabilita čistých aktiv, cash flow rentabilita hrubých aktiv, rentabilita investic založená na peněžních tocích a byl vysvětlen postup jejich výpočtu.

Čtvrtá kapitola byla věnována praktické části práce. V úvodu této kapitoly byla představena analyzovaná společnost a společnost byla zhodnocena pomocí tradičního ukazatele rentability vlastního kapitálu. Následně byly vypočteny a zhodnoceny vybrané moderní ukazatele hodnocení finanční výkonnosti. V poslední části kapitoly byla provedena analýza výsledků dle moderních měřítek hodnocení finanční výkonnosti a dále byla navržena možná opatření pro zvýšení finanční výkonnosti společnosti.

Při analýze ukazatele *EVA* bylo zjištěno, že společnost vytváří určitou přidanou ekonomickou hodnotu pro vlastníky pouze v posledních dvou sledovaných letech. Největší záporná hodnota ukazatele *EVA* byla zaznamenána v roce 2009, kdy společnost dosáhla největší ztráty v historii a tato ztráta působila nepříznivě na *NOPAT* a jeho prostřednictvím na ukazatel *EVA*. Záporného výsledku společnost dosáhla především kvůli hospodářské krizi, zvolené cenové politice pro produkty a komodity a díky hodnotám nákladů na výrobu. V následujícím roce byl ukazatel *EVA* opět záporný i přes dosažení kladného VH a tím pádem i kladného ukazatele *NOPAT*. Ovšem společnosti se nedaří dosáhnout vyššího VH

než před krizovým rokem 2009. Výnosy z rostlinné výroby byly ovlivněny deštivým obdobím, které poznamenalo konečnou sklizeň plodin.

V roce 2011 bylo poprvé dosaženo kladné hodnoty ukazatele *EVA* a to především díky vysoké hodnotě ukazatele *NOPAT*. V průběhu roku 2011 panovaly příznivé klimatické podmínky a tak se dařilo jak v rostlinné, tak následně v živočišné výrobě. Bylo dosaženo nejvyšších tržeb za sledované období díky zvyšující se ceně komodit. V roce 2012 bylo dosaženo nižší kladné hodnoty ukazatele *EVA* především kvůli ukazateli *NOPAT*, který byl nižší než v předchozím roce. *NOPAT* ovlivnily především špatné klimatické podmínky, došlo k poklesu tržeb v rostlinné výrobě.

I přes nerostoucí trend v posledním roce u ukazatele *EVA* lze pozitivně hodnotit, že průměrné náklady na celkový kapitál se v průběhu sledovaného období snižují a společnost v posledních dvou letech dosahuje kladného ukazatele *EVA*. Na základě posledních dvou období lze říci, že společnost našla udržitelný trend svého vývoje, vytváří pro své vlastníky ekonomickou přidanou hodnotu a její hospodaření je v posledních dvou sledovaných letech efektivní. Při srovnání výsledků tradičního ukazatele měření výkonnosti *ROE* a moderního ukazatele *EVA* je patrný rozdíl v roce 2010. V roce 2010 tradiční ukazatel *ROE* dosahuje již kladné hodnoty, avšak ukazatel *EVA* je stále záporný a není tvořena hodnota pro vlastníky. Při výpočtu ukazatele *EVA* byl totiž brán v úvahu veškerý kapitál společnosti i náklady na celkový kapitál.

Finanční výkonnost společnosti byla hodnocena také na základě výpočtu ukazatelů *RONA*, *CROGA* a *CFROI*. Tyto ukazatele je vhodné pro hodnocení výkonnosti porovnat s celkovými průměrnými váženými náklady na kapitál a poté určit, zda podnik vytvářel či nevytvářel hodnotu pro vlastníky. I výsledky těchto ukazatelů potvrdily závěry zjištěné při analýze ukazatele *EVA*, podnik vytvářel hodnotu pro vlastníky za sledované období pouze v roce 2011 a 2012, kdy *RONA*, *CROGA* a *CFROI* dosahují pozitivních spreadů. Společnost v posledních dvou letech vytváří hodnotu pro vlastníky, hospodaří efektivně a vhodně umísťuje kapitál. Nejvyšší hodnoty dosáhly všechny sledované ukazatele v roce 2011. Všechny ukazatele také zaznamenaly za sledované období rostoucí trend. Ten byl však v roce 2012 přerušen a u všech ukazatelů došlo k poklesu oproti předchozímu roku.

Na konci praktické části byla formulována doporučení vedoucí ke zvýšení finanční výkonnosti dle moderních měřítek. Bylo navrženo snížení osobních nákladů a snížení hodnoty nákladů vynaložených na elektrickou energii. Po realizaci obou navržených

doporučení by bylo možné dosáhnout průměrné roční úspory na celkových nákladech ve výši 3 %. Vliv těchto doporučení byl promítnut ve sledovaném období do ukazatele *EVA*.

Při výpočtu ukazatelů došlo k určitým zjednodušením některých dílčích prvků výpočtu. Například u výpočtu ukazatele *EVA* nebyly dostupné informace o struktuře a stáří majetku, což se promítlo i při výpočtu *CFROI*. Dále byl brán v potaz předpoklad, že účetní odpisy jsou rovny daňovým. Při hodnocení výkonnosti tedy musí být přihlíženo k těmto zjednodušeným skutečnostem.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

Literatura:

- [1] DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
- [2] KISLINGEROVÁ, Eva a kol. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a rozš. vyd. Praha: C.H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [3] MARINIČ, Pavel. *Plánování a tvorba hodnoty firmy*. 1. vyd. Grada Publishing, 2008. 240 s. ISBN 978-80-247-2432-4
- [4] MAŘÍK, Miloš a kol. *Metody oceňování podniku: Proces ocenění, základní metody a postupy*. 1. vyd. Praha: Ekopress, 2003. 402 s. ISBN 80-86119-57-2.
- [5] MAŘÍK, Miloš a Pavla MAŘÍKOVÁ. *Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
- [6] PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. 2. vyd. Praha : Linde, 2009. 333 s. ISBN 978-80-86131-85-6.
- [7] ŠULÁK, Milan a Emil VACÍK. *Měření výkonnosti firem*. 1. vyd. Plzeň: Západočeská univerzita v Plzni, 2003. 138 s. ISBN 80-7043-258-6.
- [8] VIEBIG, J., T. PODDIG a A. VARMAZ. *Equity valuation: Models from Leading Investment Banks*. 1st ed. Chichester: John Wiley & Sons Ltd, 2008. 438 s. ISBN 978-0-470-03149-0.

Internetové zdroje:

- [9] BUSINESSVIZE.CZ. *EVA (Economic Value Added) – moderní ukazatel "rentability"* [online]. BusinessVize.cz [22. 8. 2011]. Dostupné z: <http://www.businessvize.cz/financni-analyza/eva-economic-value-added-moderni-ukazatel-rentability>.
- [10] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Makroekonomické údaje* [online]. ČSÚ [1. 4. 2014]. Dostupné z: http://www2.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje.
- [11] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Zemědělství – časové řady* [online]. ČSÚ [12. 2. 2014]. Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/zem_cr.

- [12] ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Zemědělství – Olomoucký kraj* [online]. ČSÚ v Olomouci [21. 2. 2014]. Dostupné z:
<http://www.czso.cz/x/krajedata.nsf/oblast2/zemedelstvi-xm>.
- [13] DAMODARAN, Aswath. *Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran* [online]. BusinessVize.cz [2014]. Dostupné z:
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>.
- [14] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU ČR. *Analytické materiály a statistiky* [online]. MPO [2014]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/ministr-a-ministerstvo/analyticke-materialy/>.
- [15] *Sbírka listin – výroční zprávy ZS BOHUSLAVICE, A.S* [online]. Justice.cz [2014]. Dostupné z: <http://portal.justice.cz/Justice2/Uvod/uvod.aspx>.
- [16] VESECKÝ, Zdeněk. *Aukce energií mají svá pro i proti. Víte, kdy se vám vyplatí?* [online]. Podnikatel.cz [19. 8. 2013]. Dostupné z:
<http://www.podnikatel.cz/clanky/aukce-energi-maji-sva-pro-i-proti-vite-kdy-se-vam-vyplati/>.

SEZNAM ZKRATEK

A	Aktiva
D	Cizí zdroje
DM	Dlouhodobý majetek
E	Vlastní kapitál
EAT	Čistý zisk
EBIT	Zisk před úhradou úroků a daní
EBT	Zisk před zdaněním
FIFO	Metoda ocenění zásob
IRR	Vnitřní výnosové procento
N	Náklady
OA	Oběžná aktiva
r_d	Náklady na cizí kapitál
r_e	Náklady na vlastní kapitál
T	Tržby
t	Sazba daně
VH	Výsledek hospodaření
VK	Vlastní kapitál

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byl(a) seznámen(a) s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 25. dubna 2014

.....
.....
.....

Bc. Edita Juříčková

SEZNAM PŘÍLOH

Příloha č. 1 Rozvaha společnosti ZS Bohuslavice,a.s., v letech 2008 – 2012

Příloha č. 2 Výkaz zisků a ztrát společnosti ZS Bohuslavice,a.s., v letech 2008 – 2012

Příloha č. 3 Propočet implicitních úroků a splátek u finančního leasingu